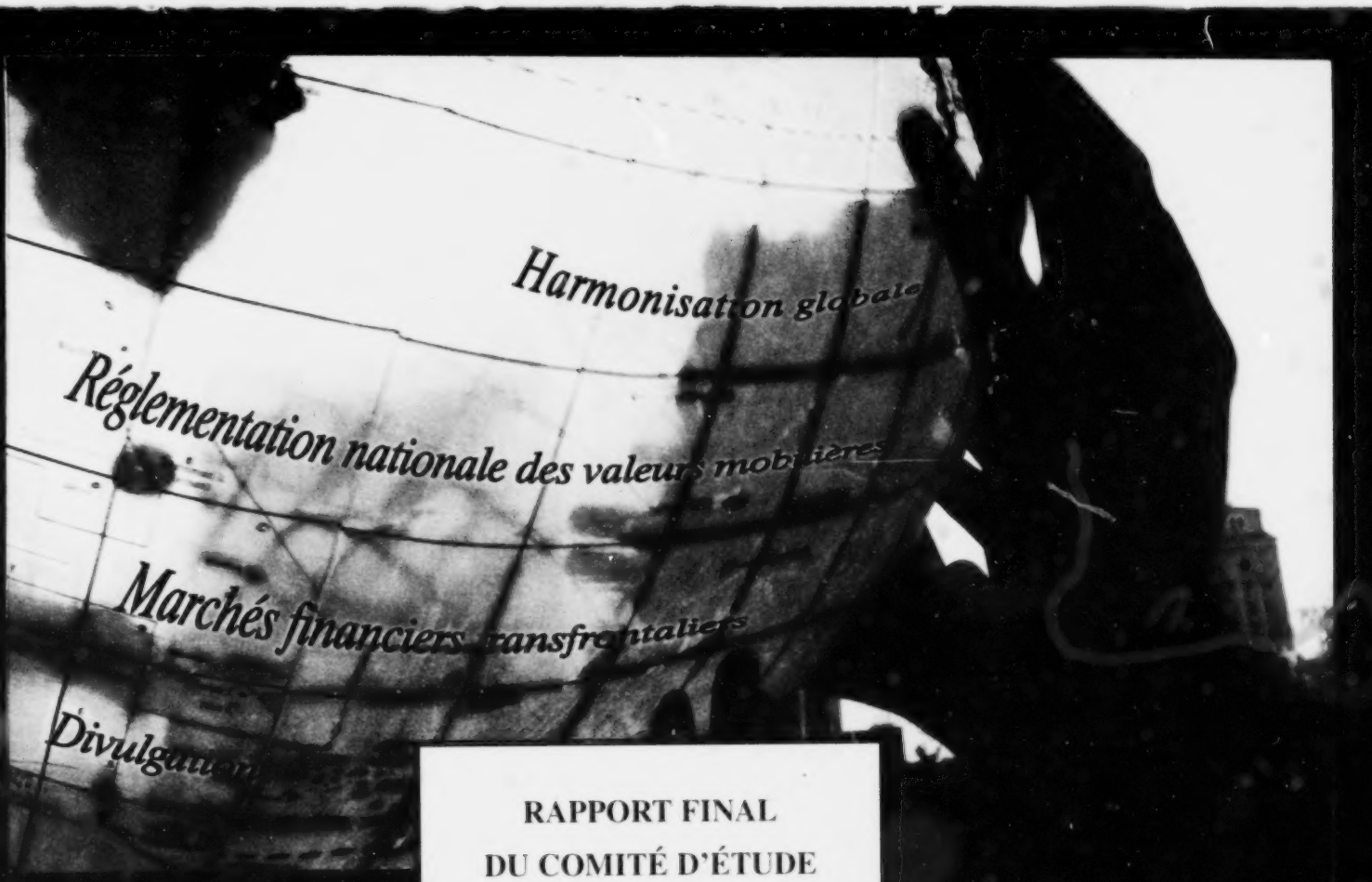

RAPPORT FINAL DU COMITÉ D'ÉTUDE DE CINQ ANS

~

EXAMEN DE LA LOI SUR LES VALEURS MOBILIÈRES (ONTARIO)

LE 21 MARS 2003

007213

RAPPORT FINAL
DU COMITÉ D'ÉTUDE
DE CINQ ANS

~

EXAMEN DE LA
LOI SUR LES VALEURS MOBILIÈRES
(ONTARIO)

le 21 mars 2003

Pour de plus amples renseignements concernant le *Rapport final du Comité d'étude de cinq ans ~ Examen de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario) ~ Résumé*, prière de s'adresser au :
Centre d'information du ministère des Finances

Demandes en français	1 800 668 5821
Demandes en anglais	1 800 263 7965
Téléimprimeur (ATS)	1 800 263 7776

On peut prendre connaissance du présent document en consultant le site Web du ministère des Finances, à l'adresse suivante :
http://www.gov.on.ca/FIN/french/frehome.htm

ou en consultant le site Web de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, à l'adresse suivante :
www.osc.gov.on.ca/en/regulation.html

Pour obtenir des exemplaires imprimés de ce document, veuillez vous adresser à :
Publications Ontario
880, rue Bay, Toronto (Ontario) M7A 1N8

Téléphone :	416 326 5300
Numéro sans frais :	1 800 668 9938
Téléimprimeur sans frais :	1 800 268 7095
Site Web :	www.publications.gov.on.ca

© Imprimeur de la Reine pour l'Ontario, 2003
ISBN 0-7794-4763-8

This document is available in English under the title:
Five Year Review Committee Final Report ~ Reviewing the Securities Act (Ontario)

TABLE DES MATIÈRES

LE COMITÉ 1

LETTRE DU COMITÉ 2

RÉSUMÉ 7

INTRODUCTION 26

PREMIÈRE PARTIE – LE RÔLE DE LA COMMISSION DANS LA RÉGLEMENTATION DES MARCHÉS FINANCIERS 31

CHAPITRE 1 : La nécessité de créer un seul organisme de réglementation 33

1.1 La formation des marchés financiers transcende les frontières 33
1.2 Treize organismes de réglementation pour un petit marché 35
1.3 L'ultime effort pour créer un organisme national de réglementation des valeurs mobilières 41

CHAPITRE 2 : La pensée planétaire dans la réglementation des valeurs mobilières 49

2.1 Harmonisation à l'échelle mondiale 49
2.2 Présentation de l'information financière favorisant l'accessibilité mondiale 50
2.3 Règlement selon le système d'inscription en compte et système de détention indirecte 56
2.4 Participation à l'OICVM 59

CHAPITRE 3 : La réglementation des valeurs mobilières est seulement un aspect de la situation des marchés financiers 60

3.1 Historique de la réglementation des marchés financiers au Canada 60
3.2 Les mesures prises actuellement par les organismes de réglementation – La réglementation fonctionnelle 62
3.3 La prochaine étape – L'harmonisation de la réglementation fonctionnelle 65

DEUXIÈME PARTIE – UNE RÉGLEMENTATION SOUPLE 69

CHAPITRE 4 : La Commission – structure, régie et reddition de comptes 71

4.1 Structure de la Commission 71
4.2 Questions concernant la régie 72
4.3 Transparence 73
4.4 Les différents rôles de la Commission 74

CHAPITRE 5 : Les objectifs de la Loi 76

5.1 Objets de la Loi 76
5.2 Principes à prendre en considération 76

CHAPITRE 6 : La structure de la Loi 81

6.1 La Loi devrait-elle être refondue? 81
6.2 Enchâssement de concepts fondamentaux 82
6.3 Modifications d'ordre administratif 82
6.4 Langage clair 82

CHAPITRE 7 : L'établissement de règles 84

7.1 Contexte 84
7.2 Portée du pouvoir d'établissement de règles 85
7.3 Nécessité de rationaliser le processus d'établissement de règles 88
7.4 Analyses coûts-avantages 94
7.5 Décisions et ordonnances générales 96
7.6 Publication des demandes de dispense accordées ou refusées en vertu des règles 99
7.7 Examen du droit ontarien sur les valeurs mobilières 99

CHAPITRE 8 : L'incidence d'Internet 101

8.1 Aperçu 101
8.2 Application de la réglementation actuelle aux communications par Internet 102
8.3 Loi sur le commerce électronique 103
8.4 Offres sur Internet 104
8.5 Modes de transmission 105
8.6 Accès-égale-réception 106

TROISIÈME PARTIE – LA RÉGLEMENTATION DES PARTICIPANTS AU MARCHÉ 109

CHAPITRE 9 : L'inscription 111

9.1 Inscription 111
9.2 L'exigence d'être inscrit pour « effectuer des opérations » sur valeurs mobilières devrait-elle être modifiée? 111
9.3 L'exigence d'être inscrit pour « effectuer une opération » sur valeurs mobilières couvre-t-elle adéquatement la gamme d'activités exercées par les intermédiaires du marché? 115
9.4 Mesures à prendre pour accroître l'efficacité du système d'inscription 120
9.5 Inscription universelle 121

CHAPITRE 10 : L'autoréglementation 124

10.1 Aperçu 124
10.2 Les OAR devraient-ils être tenus d'obtenir leur agrément? 125
10.3 Les agences de compensation devraient-elles être tenues d'obtenir leur agrément? 127
10.4 Les systèmes de cotation et de déclaration des opérations (QATRS) devraient-ils être tenus d'obtenir leur agrément? 128
10.5 Opérations sur le marché hors cote 130
10.6 Application de leurs propres règles 131
10.7 Application des lois sur les valeurs mobilières 134
10.8 La séparation de l'intérêt personnel et de l'autoréglementation 135
10.9 Surveillance assurée par la Commission 138

QUATRIÈME PARTIE – LA RÉGLEMENTATION DES ÉMETTEURS : LA DIVULGATION, LE SYSTÈME FERMÉ ET LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE 141

CHAPITRE 11 : L'information continue 143

11.1 L'importance de l'information continue 143
11.2 Le régime actuel 144
11.3 Autres modèles de réglementation qui mettent l'accent sur le marché secondaire 145
11.4 Comment s'exerce la surveillance relative aux exigences en matière d'information continue et comment ces mesures sont-elles appliquées? 147
11.5 Questions liées à l'harmonisation 149
11.6 La responsabilité civile en matière d'information continue 150

CHAPITRE 12 : Le système fermé 156

12.1 Qu'est-ce que le système fermé? 156
12.2 Problèmes liés au système fermé 158
12.3 Les récentes réformes apportées au régime du marché dispensé et aux règles de revente vont-elles assez loin? 159
12.4 Quelles seront les prochaines étapes? 164

CHAPITRE 13 : Les normes de divulgation 166

13.1 Fait important, changement important et information importante 166
13.2 Quelle est la norme appropriée régissant les changements et les faits importants? 172

CHAPITRE 14 : La divulgation sélective 176

14.1 Divulgation sélective 176

CHAPITRE 15 : Les questions liées aux états financiers 181

15.1 Communication de l'information financière 181
15.2 Indépendance des vérificateurs 191
15.3 Confiance de l'investisseur à l'égard des états financiers vérifiés 194

CHAPITRE 16 : Gouvernance d'entreprise et responsabilité des sociétés ouvertes 196

16.1 Attestation 196
16.2 Comités de vérification 198
16.3 Autres exigences en matière de gouvernance d'entreprise 202

CINQUIÈME PARTIE – L'AMÉLIORATION DES DROITS FONDAMENTAUX DES ACTIONNAIRES 205

CHAPITRE 17 : Les droits des actionnaires 207

17.1 Contexte 207
17.2 Récentes modifications apportées à la LCSA 208
17.3 La nécessité de la réforme en Ontario 209
17.4 Communications avec et entre les actionnaires dans le contexte d'une offre publique d'achat 211

CHAPITRE 18 : Réglementation des offres publiques d'achat 213

18.1 Arrangements et offres publiques d'achat 213
18.2 Pilules empoisonnées 214
18.3 Frais de rupture 215
18.4 Offres partielles 216
18.5 Offres d'achat restreintes 218
18.6 Valeurs convertibles 219

CHAPITRE 19 : Gestion des fonds mutuels 221

19.1 Contexte 221
19.2 Les arguments en faveur de l'adoption d'une exigence en matière de gestion indépendante des fonds mutuels 225
19.3 Conflits d'intérêts 230

19.4 Recrutement d'administrateurs compétents 231
19.5 Caractéristiques d'un organisme directeur indépendant 232
19.6 Fonctions de l'organisme directeur 233
19.7 Les gestionnaires de fonds mutuels devraient-ils être tenus de s'inscrire pour faire des affaires? 234
19.8 Pouvoir d'établissement des règles 236

SIXIÈME PARTIE – L'EXÉCUTION DE LA LOI 237

CHAPITRE 20 : Un aperçu 239

20.1 Introduction 239
20.2 Contexte : Les propositions de 1990 240
20.3 Quels sont les pouvoirs actuels de la Commission et des tribunaux? 241
20.4 Questions d'ordre constitutionnel et politique concernant les pouvoirs de la Commission 243

CHAPITRE 21 : De quels nouveaux pouvoirs la Commission devrait-elle être dotée? 246

21.1 Pénalité administrative 246
21.2 Remboursement des bénéfices 251
21.3 Affectation des sommes versées sous forme de pénalités administratives ou de remboursements de profits 252
21.4 Disposition relative à l'attribution 255
21.5 Manquement à un engagement 256
21.6 Ordonnance de restitution ou d'indemnisation 257
21.7 Traitement des plaintes et résolution des conflits 260

CHAPITRE 22 : Parmi les pouvoirs existants de la Commission, lesquels devraient être élargis? 264

22.1 Ordonner qu'une personne démissionne d'un poste qu'elle occupe en tant qu'administrateur ou dirigeant; interdire à une personne de devenir administrateur ou dirigeant, gestionnaire d'un fonds mutuel ou promoteur, ou d'assumer ces fonctions 264
22.2 Ordonnance de conformité 267
22.3 Interdiction d'opérations 269

CHAPITRE 23 : Quels pouvoirs actuels de la cour devraient être élargis? 271

23.1 Amende maximale et peine d'emprisonnement en vertu de l'article 122 de la Loi 271
23.2 Pouvoir éventuel d'ordonner un remboursement 275

CHAPITRE 24 : Autres questions d'exécution 277

24.1 Confidentialité en vertu de l'article 16 de la Loi 277
24.2 Le besoin d'une disposition touchant les activités frauduleuses et les manipulations du marché 279
24.3 Délits d'initiés 284
24.4 Rapports d'initiés 288
24.5 Ordonnances de blocage 289
24.6 Ordonnances de frais 291
24.7 Protection des dénonciateurs 293
24.8 Initiatives en matière d'exécution du gouvernement fédéral – Un pas de plus 294

ANNEXES 295

ANNEXE A – Glossaire 297

ANNEXE B – Liste des observateurs du rapport préliminaire 302

ANNEXE C – Liste des questions de fond 304

ANNEXE D – Liste des observateurs sur les questions de fond 332

ANNEXE E – Personnes ou organismes qui ont présenté des exposés devant le comité relativement à la Liste des questions de fond 334

ANNEXE F – Exposés du personnel de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario devant le comité relativement à la Liste des questions de fond 335

ANNEXE G – Leçons à tirer de l'Australie 336

LE COMITÉ

Président

Purdy Crawford, avocat
Osler, Hoskin & Harcourt s.r.l.

Membres

Carol Hansell, associée
Davies Ward Phillips & Vineberg, s.r.l.

William Riedl, président et chef de la direction (à la retraite)
Fairvest Securities Corporation

Helen Sinclair, chef de la direction
BankWorks Trading Inc.

David Wilson, président du conseil et chef de la direction
Scotia Capitaux et vice-président du conseil
Banque Scotia

Susan Wolburgh Jenah, avocate générale et directrice, Affaires internationales
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Personnel

Anita Anand, professeure adjointe
Faculté de droit, Université Queen's

Rossana Di Lieto, avocate principale
Bureau de l'avocate générale
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Krista Martin Gorelle, avocate principale
Bureau de l'avocate générale
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Janet Salter, avocate
Osler, Hoskin & Harcourt s.r.l.

LETTRE DU COMITÉ

Le 21 mars 2003

L'Honorable Janet Ecker
Ministre des Finances
7e étage, Édifice Frost Sud
7, Queen's Park Crescent
Toronto (Ontario)
M7A 1Y7

Madame la Ministre,

Nous avons le plaisir de vous présenter notre rapport final sur l'examen de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario. Ce rapport final est le résultat de plus de deux ans et demi de réunions, de recherches et de délibérations sur les mesures législatives touchant les valeurs mobilières en Ontario. Nous avons publié en mai 2002 notre rapport préliminaire aux fins de consultation publique. La période de commentaires a pris fin au mois d'août. Nous avons reçu 45 lettres d'observations; la liste des intervenants est présentée à l'annexe B. Le présent rapport final est le résultat de nos délibérations concernant les commentaires que nous avons reçus au sujet du rapport préliminaire et de notre examen d'événements survenus après la date de publication du rapport préliminaire. Le rapport final tient compte d'événements et de réformes législatives qui ont eu lieu jusqu'au 28 février 2003. Vous trouverez le sommaire de nos recommandations dans le résumé. Un glossaire des termes utilisés dans le rapport final figure à l'annexe A.

De nombreux événements sont survenus depuis la publication de notre rapport préliminaire, l'un des plus importants étant la promulgation des Modifications de 2002 (anciennement le projet de loi 198). Nous sommes heureux de constater que certaines des recommandations contenues dans notre rapport préliminaire ont été adoptées par le gouvernement de l'Ontario dans ces mesures législatives.

En examinant notre rapport final, veuillez accorder une attention particulière à nos délibérations concernant les sujets suivants :

1. La nécessité d'appliquer une seule démarche coordonnée à la réglementation sur les valeurs mobilières au Canada. Nous sommes fermement convaincus qu'un pays dont le marché ne représente que deux pour cent de l'économie mondiale subit chaque jour les effets négatifs d'un régime de réglementation constitué de 13 organismes de réglementation distincts. Veuillez consulter la version intégrale du rapport disponible sous peu.

2. Le renforcement de la capacité de la Commission de faire observer la réglementation. Nous sommes d'avis qu'en donnant à la Commission des pouvoirs accrus d'imposer des amendes et en établissant des règles contre les fraudes et la manipulation des marchés, nous favoriserons un plus grand respect des mesures législatives relatives aux valeurs mobilières en Ontario[1]. En outre, nous pensons que les tribunaux devraient pouvoir imposer des peines d'emprisonnement plus longues ou des amendes plus élevées lorsqu'il est démontré qu'il y a eu infraction en vertu des dispositions quasi criminelles de la Loi[2]. Veuillez consulter la version intégrale du rapport disponible sous peu.

3. La nécessité d'améliorer la réglementation relative à la gouvernance d'entreprise et à la responsabilité des sociétés ouvertes. Veuillez consulter la version intégrale du rapport disponible sous peu.

4. La responsabilité et la régie interne de la Commission. Veuillez consulter la version intégrale du rapport disponible sous peu.

5. L'importance d'instaurer la notion de responsabilité civile en ce qui a trait aux divulgations par les émetteurs concernant le marché secondaire. Nous appuyons les initiatives du gouvernement de l'Ontario à cet égard et nous encourageons les autres gouvernements provinciaux et territoriaux à suivre son exemple[3]. Veuillez consulter la version intégrale du rapport disponible sous peu.

6. La mise en place d'un système de régie des fonds mutuels. Veuillez consulter la version intégrale du rapport disponible sous peu.

7. Comment réglementer un monde de plus en plus soumis à la technologie. Internet a amélioré considérablement la communication entre les gens; le défi, pour les organismes de réglementation, consiste à déterminer l'incidence des technologies de plus en plus complexes sur l'élaboration des politiques publiques et les mesures appropriées qui doivent être prises sur le plan de la réglementation. Veuillez consulter la version intégrale du rapport disponible sous peu.

Certaines de nos recommandations se rapportent à des questions sur lesquelles la Commission ou les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) se penchent déjà et il est possible que les organismes de réglementation tiennent compte de nos recommandations dans le cadre de

---

1 Les Modifications de 2002 comprennent des modifications à la Loi qui créeront des interdictions expresses touchant les activités frauduleuses, les manipulations du marché et les déclarations trompeuses ou mensongères.

2 Les Modifications de 2002 comprennent des modifications à la Loi qui augmenteront les peines maximales que les tribunaux peuvent imposer pour les infractions prévues par l'article 122 de la Loi, faisant passer respectivement l'amende de un million de dollars et l'emprisonnement de deux ans à cinq millions de dollars et à cinq ans moins un jour.

3 Les Modifications de 2002 comprennent des modifications à la Loi qui créeront un droit d'action légal permettant aux investisseurs dans le marché secondaire d'intenter des poursuites contre les sociétés et les autres personnes responsables qui font des fausses déclarations ou qui manquent aux obligations de divulgation en temps opportun.

leurs délibérations. Nous savons également que d'autres initiatives sont en cours, dont le projet de déréglementation mis en œuvre par la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique (BCSC) et le projet d'uniformisation des lois sur les valeurs mobilières des ACVM. Nous suggérons que nos recommandations soient prises en compte conjointement avec ces initiatives.

À la veille de la publication de notre rapport préliminaire le printemps dernier, Enron Corp., l'une des plus grandes sociétés de commerce de produits énergétiques, de marchandises et de services au monde, s'est effondrée. À ce moment, l'examen par les organismes de réglementation et les législateurs américains et canadiens portant sur les circonstances de cet effondrement, et plus particulièrement sur la fiabilité et la transparence du processus de présentation de l'information et des renseignements de nature financière par les sociétés, ainsi que sur la question de la gouvernance d'entreprise et de l'indépendance des vérificateurs, ne faisait que commencer. Même si nous ne savions pas alors quelles seraient les conclusions de cette enquête sur Enron, il était clair, toutefois, qu'Enron avait sérieusement ébranlé la confiance des investisseurs à l'égard de l'intégrité de nos marchés financiers. Depuis lors, un certain nombre d'événements marquants sont survenus :

1. Des scandales financiers de proportions comparables ont frappé d'autres sociétés aux États-Unis, notamment WorldCom Inc. et Adelphia Communications Corporation.

2. Pour réagir à la crise de confiance des investisseurs à l'égard des marchés financiers américains, le gouvernement américain a adopté la Loi Sarbanes-Oxley le 30 juillet 2002. Cette loi apporte de profonds changements aux lois sur les valeurs mobilières américaines afin d'offrir une meilleure protection aux investisseurs et de renforcer l'intégrité de la présentation de l'information financière par les sociétés ouvertes américaines. Le New York Stock Exchange (NYSE) et le NASDAQ ont soumis des projets de réforme des pratiques de gouvernance d'entreprise pour leurs sociétés cotées. La Commission des valeurs mobilières des États-Unis (SEC) s'emploie présentement à établir un vaste système de règles conformément aux directives énoncées dans la Loi Sarbanes-Oxley.

3. Au Canada, un certain nombre de projets de réglementation et d'autoréglementation ont été entrepris.

    - En août 2002, David Brown, président de la Commission, a écrit à la Bourse de Toronto, à l'ICCA, au Barreau du Haut-Canada, aux présidents des dix plus grandes sociétés de valeurs mobilières au pays et à divers intervenants du marché afin d'obtenir leurs observations sur les initiatives en cours aux États-Unis découlant de la Loi Sarbanes-Oxley et sur la réponse appropriée du Canada face à ces initiatives. Ses lettres et les réponses qu'il a obtenues sont présentées sur le site www.osc.gov.on.ca.

- En septembre 2002, l'ICCA a publié aux fins de commentaires un exposé-sondage intitulé « Règles d'indépendance des vérificateurs » qui s'appliquera aux vérificateurs et aux autres fournisseurs d'assurances.
- Également en septembre 2002, le Conseil canadien sur la reddition de comptes (CCRC) a été mis sur pied. Son mandat consiste à encadrer les vérificateurs des sociétés ouvertes et à aider à préserver la confiance du public à l'égard de l'intégrité de la présentation de l'information financière des sociétés ouvertes canadiennes. Son président fondateur est Gordon Thiessen.
- Le Conseil canadien des chefs d'entreprise a publié un rapport en septembre 2002 intitulé *Gouvernance, valeurs et compétitivité – Un engagement envers le leadership*, dans lequel les chefs d'entreprise s'engageaient à jouer un rôle de premier plan en vue d'améliorer les pratiques de gouvernance d'entreprise au Canada.
- En décembre 2002, le gouvernement de l'Ontario a adopté les Modifications de 2002, qui apportaient des modifications importantes à la Loi et qui, dans la plupart des cas, avaient fait l'objet de recommandations dans notre rapport préliminaire[4]. La Loi sera modifiée de façon à :

  i) instaurer un régime de responsabilité civile en ce qui a trait aux divulgations par les émetteurs concernant le marché secondaire;

  ii) augmenter l'amende et la période d'emprisonnement maximales que les tribunaux peuvent imposer pour les infractions à la Loi, les faisant passer respectivement à cinq millions de dollars et à cinq ans moins un jour;

  iii) autoriser la Commission à ordonner le paiement d'une pénalité administrative maximale de un million de dollars par infraction et le remboursement des bénéfices réalisés par suite d'une infraction à la Loi;

  iv) mettre en œuvre des interdictions touchant les activités frauduleuses, les manipulations du marché et les déclarations trompeuses;

  v) habiliter la Commission à établir des règles relatives aux comités de vérification et aux exigences d'agrément du président et chef de la direction et du directeur financier;

  vi) enchâsser dans la Loi le concept des examens de l'information continue.

---

4 Aucune des modifications contenues dans les Modifications de 2002 n'a été promulguée à ce jour. Les modifications entreront en vigueur à une date qui sera annoncée par la lieutenante-gouverneure.

- La Bourse de Toronto a proposé de nouvelles exigences en matière de divulgation et a modifié les lignes directrices en vertu de sa politique de gouvernance d'entreprise, qui s'appliqueront à toutes ses sociétés cotées.

Même s'il ne relève pas de notre mandat de réagir pleinement aux conséquences de tous ces événements, nous avons tenté dans la mesure du possible de tenir compte de ceux-ci dans la version définitive de notre rapport.

Nous sommes heureux d'avoir eu l'occasion de participer à cet important processus d'intérêt public et nous fournirons avec plaisir toute aide supplémentaire nécessaire au gouvernement de l'Ontario à l'égard de ces questions.

Recevez nos salutations distinguées.

Comité d'étude de cinq ans

Purdy Crawford, président
William Riedl
David Wilson
Carol Hansell
Helen Sinclair
Susan Wolburgh Jenah

RÉSUMÉ

INTRODUCTION

Plusieurs thèmes sont ressortis de nos délibérations. Ces thèmes, qui sont décrits ci-dessous, sont abordés dans le présent rapport et dans nos recommandations.

1. La réglementation devrait étayer des objectifs d'intérêt public clairement définis et être proportionnée à chacun des objectifs. Les avantages de la réglementation (et des modifications qui y seront apportées) doivent être supérieurs aux coûts qui en découleront.

2. Le Canada se dispute avec d'autres pays les marchés financiers et les investissements. Notre régime de réglementation doit constituer un atout. Il faut pour cela que nos organismes de réglementation puissent fonctionner efficacement et que notre réglementation ne représente pas un fardeau plus lourd que dans d'autres pays (en particulier les États-Unis), sauf quand il s'agit de répondre aux objectifs d'intérêt public. Il faut aussi que les marchés aient confiance en la capacité de nos organismes de réglementation de faire observer la réglementation et que ces organismes disposent des ressources nécessaires pour exercer leurs pouvoirs.

3. Il est essentiel d'harmoniser la réglementation des valeurs mobilières à l'échelle nationale et internationale afin d'assurer la compétitivité des marchés financiers canadiens sur la scène mondiale.

4. La réglementation des valeurs mobilières doit être suffisamment souple pour permettre aux organismes de réglementation de réagir rapidement aux changements.

5. La réglementation des valeurs mobilières au Canada doit tenir compte de la nature de nos marchés financiers et des participants qui y évoluent, de la forte proportion d'émetteurs de titres de sociétés à petite capitalisation et du nombre important de sociétés ouvertes ayant des actionnaires majoritaires. En d'autres termes, une démarche uniformisée ne pourra pas nécessairement fonctionner dans toutes les situations au Canada.

Les recommandations découlant de nos délibérations sont présentées ci-dessous avec le numéro de la page du rapport où elles se trouvent. Vous pouvez également, si vous le jugez nécessaire, consulter les raisons qui sous-tendent chaque recommandation; elles se trouvent dans la partie du rapport qui accompagne la recommandation.

RECOMMANDATIONS **PAGE**

PREMIÈRE PARTIE – LE RÔLE DE LA COMMISSION DANS LA RÉGLEMENTATION DES MARCHÉS FINANCIERS

1. Nous recommandons que les provinces, les territoires et le gouvernement fédéral travaillent ensemble à la création d'un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières responsable de tous les marchés financiers du Canada. À cette fin, nous encourageons fortement le gouvernement de l'Ontario à appuyer activement le Comité de personnes averties qui a été créé récemment par le ministre fédéral des Finances. 47

2. En attendant, nous recommandons que les organismes de réglementation prennent des mesures afin de simplifier le régime de réglementation actuel au Canada : i) nous recommandons que les organismes de réglementation continuent d'harmoniser la réglementation des valeurs mobilières d'un bout à l'autre du Canada; ii) nous recommandons que les organismes de réglementation soient habilités à déléguer tout pouvoir, devoir, fonction ou responsabilité qui leur est conféré à un autre organisme canadien de réglementation des valeurs mobilières, et que ces organismes prennent l'habitude de se déléguer les pouvoirs entre eux. Nous recommandons par conséquent que la Loi soit modifiée afin de conférer ce pouvoir à la Commission et que les dispositions sur l'immunité soient modifiées en consequence; iii) nous recommandons que toutes les mesures législatives sur les valeurs mobilières canadiennes soient modifiées de façon à inclure une disposition sur la « reconnaissance réciproque », de manière à ce que les règles du territoire de compétence le plus étroitement lié à une opération ou à un participant au marché régissent cette opération ou ce participant et que les autres territoires de compétence concernés reconnaissent ces règles et acceptent qu'elles soient appliquées au lieu de leurs propres règles. 48

3. Nous encourageons fortement les autorités de réglementation canadiennes et les organismes chargés d'élaborer les normes à se conformer aux normes comptables internationales (NCI) et espérons que le Canada continuera à jouer un rôle de chef de file dans ce domaine – dans le but éventuel d'autoriser les émetteurs nationaux et étrangers à présenter l'information financière en vertu des NCI, sans fournir de concordance avec les principes comptables généralement reconnus (PCGR) en vigueur au Canada. 56

4. Nous recommandons que la Commission et les ACVM permettent aux sociétés étrangères et canadiennes de préparer leurs états financiers conformément aux PCGR en vigueur aux États-Unis. Les émetteurs qui dressent leurs états financiers conformément aux PCGR américains devraient être tenus de dresser également leurs états conformément aux PCGR canadiens pendant une période de transition. La durée de la période de transition sera déterminée par les organismes de réglementation, qui doivent se demander si des problèmes importants de comparabilité surgiront en l'absence de concordance. 56

RECOMMANDATIONS		PAGE
5.	Nous encourageons fortement la Commission et les ACVM à continuer d'élaborer des mesures législatives sur les valeurs mobilières modelées sur l'article 8 révisé du *Uniform Commercial Code* américain et exhortons les pouvoirs publics au Canada à faire en sorte que de telles mesures législatives soient adoptées de manière uniforme et le plus rapidement possible dans tout le pays.	58
6.	Nous encourageons la Commission à continuer de participer de manière permanente aux initiatives de l'Organisation internationale des commissions des valeurs mobilières (OICVM) et l'exhortons à modifier ses règles, en temps voulu, afin de mettre en œuvre les normes internationales émanant de l'OICVM.	59
7.	Nous recommandons que les ACVM, les gouvernements provinciaux et territoriaux, et le gouvernement fédéral adoptent un système de réglementation fonctionnelle harmonisée d'un bout à l'autre du Canada, selon lequel l'ensemble des activités sur les marchés financiers canadiens, les produits et les pratiques seront régis de manière similaire et seront assujettis à des normes similaires, malgré les différences entre les diverses institutions ou les participants qui offrent les produits ou les services en question. Entre-temps, nous encourageons la coopération et la coordination continues entre les organismes de réglementation dans le secteur des services financiers grâce à la participation à des initiatives telles que le Forum conjoint.	67
DEUXIÈME PARTIE – UNE RÉGLEMENTATION SOUPLE		
8.	Nous recommandons que le ministre et la Commission déterminent s'il y a lieu d'entreprendre des études portant sur certains aspects des activités de la Commission comme l'a fait le General Accounting Office (GAO) en ce qui concerne la Commission des valeurs mobilières des États-Unis (SEC).	73
9.	Nous recommandons que la Commission et le ministre procèdent en priorité à un examen approfondi de la structure actuelle de la Commission en tant qu'organisme multifonctionnel.	75

RECOMMANDATIONS		PAGE
10.	Nous recommandons que la disposition énonciatrice de principes de la Loi soit modifiée de manière à enjoindre à la Commission de prendre en considération les principes supplémentaires suivants dans la réalisation des objets de la Loi : ♦ Une réglementation efficace et souple des valeurs mobilières devrait favoriser la participation éclairée des investisseurs aux marchés financiers. ♦ Étant donné le caractère international des marchés financiers, il est souhaitable de maintenir la position concurrentielle de ceux de l'Ontario. ♦ L'innovation devrait être favorisée sur les marchés financiers ontariens. ♦ L'administration et l'application des mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières ne devraient pas entraver inutilement la concurrence entre les personnes exerçant des activités réglementées ni la rendre déloyale.	80
11.	Nous recommandons que la Loi soit modifiée dans la mesure nécessaire afin qu'elle renferme les principes fondamentaux qui concernent les dispositions législatives sur les valeurs mobilières.	83
12.	Nous recommandons que la Commission, de même que le gouvernement de l'Ontario, cherche à rationaliser la Loi en intégrant les exigences détaillées aux règlements. En outre, nous sommes d'avis que la Loi devrait correspondre avec précision au droit actuel. Cela pourrait entraîner l'élimination de certaines dispenses figurant dans la Loi lorsque les dispositions qui les prévoient ont été remplacées par une règle.	83
13.	Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin d'octroyer à la Commission des pouvoirs « omnibus » d'établissement de règles essentiellement identiques à ceux conférés au lieutenant-gouverneur en conseil en vertu de l'alinéa 143(2)b) de la Loi. La Commission devrait jouir du pouvoir d'établir des règles relatives à toute question qui est « utile à la réalisation des objets de la Loi ».	88
14.	Nous recommandons que le ministre indique les noms des intervenants qui ont fait part de leurs préoccupations à l'égard d'un projet de règle particulier durant la période d'examen ministériel ainsi que la nature de ces préoccupations. Ceci, à son tour, permettra à la Commission de respecter son obligation légale de rendre public le fait qu'une règle a été rejetée ou renvoyée par le ministre et d'en fournir les motifs.	90

RECOMMANDATIONS	PAGE
15. Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin d'exiger que la Commission publie de nouveau une règle proposée aux fins de commentaires si la Commission propose des changements qu'elle juge importants en raison de ce qui suit : a) la nature des changements proposés à la règle dans son ensemble; b) elle désire savoir si la règle finale est la conclusion logique du processus d'élaboration des règles lorsqu'on l'étudie en tenant compte de la règle proposée à l'origine et de la demande de commentaires. Nous recommandons en outre l'adoption d'un critère semblable pour la réédition de projets de politiques.	92
16. Nous recommandons que la Commission publie des versions marquées de ses règles et politiques lorsqu'elle i) apporte des changements aux règles et aux politiques existantes et ii) publie de nouveau un projet de règle ou de politique aux fins de commentaires.	92
17. Nous recommandons que la Commission limite le nombre de projets qu'elle entreprend et qu'elle concentre ses ressources sur un nombre restreint de questions stratégiques cruciales. Nous recommandons en outre que la Commission rationalise son processus interne d'établissement de règles en adoptant des normes internes régissant l'élaboration de projets de règles et de politiques et en fixant des échéanciers modèles pour étudier les commentaires se rapportant à une règle ou à une politique et y répondre. Nous recommandons que la Commission publie ces normes internes et qu'elle rende compte de ses résultats par rapport à celles-ci.	94
18. Afin de favoriser la mise en œuvre en temps opportun des changements apportés aux politiques, nous encourageons la Commission et les ACVM à adopter des solutions pratiques, même si elles ne sont pas parfaites.	94
19. Lorsque la Commission entreprend des analyses coûts-avantages des projets de règles, telles qu'elles sont prescrites par la Loi, nous recommandons qu'elle réalise, ou demande que soient réalisées, des études empiriques afin d'évaluer l'efficacité, les coûts et les avantages des règles proposées pour déterminer l'efficacité des règlements proposés.	96

RECOMMANDATIONS		PAGE
20.	Nous recommandons que chaque analyse coûts-avantages que la Commission entreprend à l'égard d'un projet de règle précise si la règle en question contribuera à harmoniser les lois sur les valeurs mobilières d'un bout à l'autre du Canada tout en décrivant les effets prévus de la nouvelle règle sur l'harmonisation et la coopération. Si l'adoption de la nouvelle règle est susceptible de nuire à l'harmonisation ou à la coopération, la Commission devrait expliquer pourquoi cette règle devrait néanmoins être adoptée.	96
21.	Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin de permettre à la Commission de rendre des décisions et des ordonnances générales qui ne prévoient que des dispenses.	99
22.	Nous recommandons que la Commission publie des ordonnances de dispense selon les exigences des règles sur les valeurs mobilières. Nous recommandons en outre que la Commission fournisse des avis de refus de dispense et le motif des refus, à condition de ne pas divulguer l'identité du demandeur.	99
23.	Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin d'exiger que les futurs comités d'étude soient nommés cinq ans après la date de remise du rapport final du comité précédent. Nous recommandons en outre que la composition du Comité reflète une diversité de milieux et d'intérêts associés aux marchés financiers.	100
24.	Nous recommandons que les ACVM déterminent si les Instructions canadiennes 11-201 et 47-201 s'opposent aux mesures législatives provinciales comme la LCE. Nous sommes d'avis que les ACVM devraient s'assurer que les lignes directrices contenues dans ces mesures demeurent pertinentes et qu'elles devraient émettre un communiqué décrivant leur position à l'intention des participants au marché.	104
25.	Compte tenu des préoccupations à l'égard de la protection des investisseurs, nous estimons qu'il serait imprudent d'éliminer la disposition selon laquelle les courtiers attitrés doivent participer aux offres sur Internet.	105
26.	Les ACVM devraient évaluer le succès du modèle limité d'accès-égale-réception envisagé par le projet de Norme canadienne 51-102 proposé, *Obligation d'information continue*, en vue de déterminer si le modèle d'accès-égale-réception pourrait être élargi de manière à englober d'autres documents qui doivent être remis aux investisseurs en vertu des mesures législatives sur les valeurs mobilières.	108

RECOMMANDATIONS **PAGE**

TROISIÈME PARTIE – LA RÉGLEMENTATION DES PARTICIPANTS AU MARCHÉ

27. Nous recommandons que l'exigence d'inscription liée aux opérations sur les valeurs mobilières soit transférée vers un modèle qui oblige la personne ou la société à être engagée dans le « commerce » des valeurs mobilières. Cependant, nous ne soutiendrons un tel changement que si celui-ci est adopté à l'échelle du pays dans son ensemble. 115

28. Nous croyons que la Loi devrait continuer d'établir une distinction entre l'exigence concernant l'inscription en tant que conseiller et l'exigence concernant l'inscription en tant que personne ou société effectuant des opérations sur les valeurs mobilières (ou, comme nous le proposions dans une recommandation précédente, étant engagée dans le « commerce » des valeurs mobilières). Cependant, nous recommandons que la Commission et les ACVM examinent attentivement les exigences de compétence, d'expérience et de pertinence applicables aux courtiers et aux employés afin de s'assurer qu'elles sont suffisamment souples pour permettre différents modèles de prestation de conseils tout en étant suffisamment rigoureuses pour respecter le rôle de plus en plus important des « conseils connexes » fournis par les courtiers et leurs employés. 117

29. Nous encourageons la Commission et les ACVM à continuer de surveiller l'utilisation des portails financiers par les participants au marché et de favoriser leur mise en place lorsque cela est approprié. Quand des portails servent à des activités allant à l'encontre des exigences de la Loi, les organismes de réglementation peuvent engager des procédures d'exécution, s'il y a lieu. 120

30. Nous recommandons que les mesures législatives sur les valeurs mobilières en vigueur dans les provinces soient modifiées afin de prévoir des exigences de fond uniformes concernant l'inscription d'un bout à l'autre du pays. Nous recommandons en outre que la Base de données nationale des inscriptions (BNDI) soit modifiée après son lancement afin de permettre aux investisseurs d'accéder à l'information pertinente sur les courtiers attitrés, notamment en ce qui a trait à leur expérience dans l'industrie, aux mesures disciplinaires prises à leur encontre par le passé, le cas échéant, et aux produits qu'ils sont autorisés à vendre. 121

31. Nous recommandons que la Loi soit modifiée dans le but d'éliminer les exigences d'inscription universelle. 123

RECOMMANDATIONS		PAGE
32.	Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin d'autoriser la Commission à obliger les organismes d'autoréglementation (OAR), qui n'ont pas autrement demandé d'être reconnus, à obtenir leur agrément s'ils accomplissent des activités qui sont normalement exercées par la Commission ou assujetties à sa surveillance.	127
33.	Nous recommandons que les agences de compensation soient tenues d'obtenir leur agrément en modifiant l'article 21.2 de la Loi afin de s'assurer « qu'aucune personne ou société n'agisse en tant qu'agence de compensation, à moins d'être agréée par la Commission ». Nous recommandons en outre que la Commission réexamine la définition d'une « agence de compensation » dans l'article 1.1 de la Loi afin de s'assurer qu'elle reflète correctement les activités qui l'obligeraient à obtenir l'agrément. À cet égard, nous suggérons de prendre en considération la définition d'une « agence de compensation » prévue par les mesures législatives américaines.	128
34.	Nous recommandons que la Commission et les ACVM examinent s'il serait approprié d'exiger que les Systèmes de cotation et de rapport d'opération (QATRS) obtiennent leur agrément en vertu des mesures législatives sur les valeurs mobilières et d'élaborer une démarche harmonisée à l'égard des QATRS, en réexaminant entre autres la définition actuelle des QATRS dans la Loi.	130
35.	Nous croyons que le Canadian Unlisted Board (CUB) devrait être soumis à un examen réglementaire et nous exhortons la Commission à effectuer cet examen le plus tôt possible en prêtant une attention particulière aux préoccupations relatives à la transparence et à la diminution des risques d'abus auxquels le CUB est exposé.	131

RECOMMANDATIONS **PAGE**

36. Nous recommandons que la Commission examine s'il serait approprié de modifier la Loi pour conférer aux OAR les compétences légales suivantes : 134

- la compétence à l'égard des membres actuels et anciens ou « personnes réglementées » et de leurs administrateurs, dirigeants, partenaires et employés actuels et anciens;
- la capacité d'obliger les témoins à assister aux audiences disciplinaires et à produire des documents;
- la capacité de déposer les décisions des comités disciplinaires comme des décisions du tribunal;
- l'immunité d'origine législative pour les OAR et leur personnel contre la responsabilité civile découlant d'actes réalisés de bonne foi dans l'accomplissement de leurs responsabilités réglementaires;
- le pouvoir de demander une ordonnance d'un tribunal pour imposer un « surveillant » aux sociétés qui sont coupables d'inobservation chronique ou systématique ou qui présentent un risque d'insolvabilité, ou pour d'autres raisons d'intérêt public appropriées.

En étudiant ces questions, la Commission devrait déterminer quels freins et contrepoids sont nécessaires, le cas échéant, pour s'assurer que ceux qui seront soumis à ces nouvelles compétences légales aient accès à l'équité procédurale et à des mécanismes de protection.

37. Nous recommandons que les Bourses et les OAR agréés soient tenus de déclarer à la Commission toute violation ou possibilité de violation des mesures législatives sur les valeurs mobilières. 135

38. Nous recommandons que l'ACCOVAM détermine si des améliorations pourraient être apportées à certaines de ses structures, telles que la composition de ses comités de discipline et de son conseil d'administration, afin de diminuer la perception de conflits d'intérêts dans l'autoréglementation. 138

QUATRIÈME PARTIE – LA RÉGLEMENTATION DES ÉMETTEURS : LA DIVULGATION, LE SYSTÈME FERMÉ ET LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

39. Nous appuyons fortement l'initiative des ACVM qui consiste à harmoniser les exigences canadiennes d'information continue et encourageons les ACVM à accorder une grande priorité à cet avant-projet de règlement afin d'assurer son adoption rapide d'un bout à l'autre du Canada. 150

RECOMMANDATIONS		PAGE
40.	Nous soutenons la proposition des ACVM en vue de la création d'un régime légal de responsabilité civile concernant l'information continue et recommandons vivement au gouvernement de l'Ontario de promulguer ces mesures législatives le plus tôt possible. Nous encourageons également les gouvernements des autres territoires de compétence des ACVM à adopter ce même régime.	155
41.	Nous recommandons à la Commission d'étudier la pertinence de modifier le régime actuel de responsabilité civile en ce qui concerne le placement initial de titres afin de faire pendant aux modifications relatives à la notion de responsabilité civile en ce qui a trait aux points suivants : ♦ le remplacement du modèle de responsabilité solidaire par un modèle de responsabilité proportionnelle; ♦ le droit pour l'émetteur d'invoquer une défense basée sur la diligence raisonnable; ♦ l'adoption d'une règle refuge relativement à l'information prospective.	155
42.	Nous encourageons les ACVM à adopter des réformes supplémentaires en ce qui a trait aux dispenses relatives aux prospectus et au système fermé dans le but d'harmoniser et de simplifier les exigences visant les placements privés.	159
43.	Une fois la mise en œuvre d'autres réformes effectuée, comme la responsabilité civile relative à l'information continue, la mise en place de normes améliorées régissant l'information continue pour tous les émetteurs assujettis et un système de divulgation de l'information plus intégré dans son ensemble, nous considérons que les périodes de détention appliquées aux valeurs mobilières des émetteurs assujettis pourraient être éliminées sans diminuer la protection des investisseurs, tout en contribuant de façon significative à l'amélioration de l'efficience des marchés financiers.	162
44.	Nous pensons qu'il serait aussi utile d'envisager l'élimination des périodes d'acclimatation dans le cas des émetteurs assujettis si les réformes proposées dans le présent rapport sont adoptées.	163
45.	Les périodes de détention et d'acclimatation devraient continuer de s'appliquer aux émetteurs non assujettis.	163
46.	Nous recommandons à la Commission d'examiner la pratique grâce à laquelle les porteurs de blocs de contrôle réduisent les périodes de détention applicables au moyen d'instruments dérivés et d'autres structures de monétisation.	164
47.	Nous recommandons que les dispositions de la Loi sur la divulgation en temps opportun de l'information ne soient pas modifiées pour exiger la divulgation de « l'information importante ».	172

RECOMMANDATIONS	PAGE
48. Nous recommandons que la Commission étudie la possibilité de modifier la définition actuelle du terme « changement important » et les obligations relatives à la divulgation en temps opportun afin d'y inclure : • un plus large éventail d'événements qui doivent être divulgués; • des événements détaillés propres à chaque entreprise devant être divulgués en temps opportun, comme dans la méthode proposée à l'aide du formulaire 8-K de la SEC; • une disposition exigeant que les ententes relatives à l'information divulguée soient déposées à titre d'annexe au rapport public.	172
49. Nous recommandons que la norme relative aux changements et faits importants soit remplacée, dans le cadre de toutes les mesures législatives relatives aux valeurs mobilières, par une norme relative à un investisseur raisonnable qui serait harmonisée avec la norme d'importance employée aux États-Unis.	175
50. Exception faite de ce qui est indiqué ci-dessous dans la recommandation 51, nous ne croyons pas que des modifications législatives soient nécessaires en Ontario pour régler la question de la divulgation sélective et nous sommes en faveur de la déclaration de principes des ACVM ainsi que de l'importance accrue accordée à l'application des mesures législatives dans ce domaine.	180
51. Nous recommandons que les ACVM adoptent une règle refuge de 24 heures visant les divulgations sélectives « non intentionnelles » semblable à celle qui est en vigueur aux États-Unis en vertu de la Regulation FD.	180
52. Nous appuyons la proposition des ACVM de ramener les délais de dépôt des états financiers annuels à 90 jours après la fin de l'exercice pour les émetteurs de titres de premier rang et à 120 jours pour les émetteurs de titres de second rang. Nous appuyons également la proposition des ACVM de ramener le délai de dépôt des rapports intermédiaires à 45 jours après la fin du trimestre pour les émetteurs de titres de premier rang et de maintenir le délai actuel de 60 jours pour les émetteurs de titres de second rang. Nous recommandons cependant que les ACVM reconsidèrent l'idée d'utiliser les critères applicables aux sociétés non dispensées inscrites à la Bourse de Toronto pour séparer les émetteurs de premier rang de ceux de second rang. Nous recommandons plutôt que les ACVM envisagent de considérer comme des émetteurs de premier rang ceux dont les valeurs mobilières sont cotées à la Bourse de Toronto et comme des émetteurs de second rang ceux dont les valeurs mobilières sont cotées à la Bourse de croissance TSX.	183

RECOMMANDATIONS		PAGE
53.	Nous recommandons qu'au moment opportun, les ACVM envisagent de raccourcir davantage les délais de dépôt des états financiers annuels et intermédiaires, en les ramenant à 60 et à 35 jours respectivement, pour faire pendant aux modifications récemment apportées aux règles de la SEC.	183
54.	Nous recommandons que les mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières soient modifiées afin que les états financiers trimestriels des émetteurs soient obligatoirement examinés par un vérificateur externe. Nous appuyons le principe visant à dispenser les émetteurs de titres de second rang de cette exigence. La Commission devrait déterminer la nature et la portée de la dispense en tenant compte des coûts et des avantages liés à l'exigence et en accordant une attention particulière au type d'émetteur et à son stade de développement. Toutefois, nous recommandons également que tout émetteur dispensé de cette exigence soit tenu de divulguer que ses états financiers trimestriels n'ont pas été examinés par un vérificateur externe.	185
55.	Nous recommandons que les mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières soient modifiées afin d'obliger tous les émetteurs assujettis à transmettre leurs communiqués de presse au Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR).	188
56.	Nous recommandons que soit éliminée la dispense relative aux PCGR dont peuvent se prévaloir les banques et les compagnies d'assurances en vertu du paragraphe 2(3) du Règlement pris en application de la Loi.	191
57.	Nous recommandons vivement à la Commission et au comité de l'ICCA sur l'intérêt public et l'intégrité (CIPI) d'adopter en priorité des normes relatives à l'indépendance des vérificateurs afin de surveiller de façon proactive l'évolution de la situation aux États-Unis en ce qui a trait à l'indépendance des vérificateurs et d'envisager les réformes supplémentaires nécessaires pour s'assurer que le Canada n'accuse aucun retard par rapport aux normes internationales.	194
58.	Nous recommandons que la Commission adopte des modifications aux règles de divulgation par procuration afin d'obliger les sociétés ouvertes à divulguer dans leurs circulaires de procuration leurs dépenses relatives aux services de vérification et aux autres services connexes. Les modifications aux règles de divulgation par procuration devraient être apportées une fois que le CIPI aura fini de rédiger ses normes en matière d'indépendance des vérificateurs et elles devraient tenir compte de ces normes, de même que des récentes modifications proposées aux règles de la SEC en ce qui a trait à l'indépendance des vérificateurs.	194

RECOMMANDATIONS		PAGE
59.	Nous appuyons les Modifications de 2002 qui, une fois promulguées, conféreront à la Commission l'autorité voulue pour établir des règles relativement à tous les aspects du régime d'attestation récemment mis en place par la SEC. À cet égard, nous demandons instamment au gouvernement de l'Ontario de promulguer les modifications relatives à l'établissement de règles le plus tôt possible afin de permettre à la Commission de réglementer dans ce domaine.	198
60.	Nous appuyons les récentes modifications apportées à la Loi qui, une fois promulguées, conféreront à la Commission l'autorité voulue pour imposer des normes relatives au fonctionnement et aux responsabilités des comités de vérification des émetteurs assujettis. Nous encourageons d'autres territoires de compétence des ACVM à investir leur commission de pouvoirs semblables et nous exhortons les ACVM à travailler de concert à l'établissement rapide de normes canadiennes sur les comités de vérification qui compteront parmi les meilleures de leur catégorie à l'échelle internationale. Nous encourageons les ACVM à prêter attention aux besoins et aux ressources des sociétés à faible capitalisation dans l'élaboration de projets de règlements.	202
61.	Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin de conférer à la Commission l'autorité nécessaire pour réglementer les questions de gouvernance d'entreprise d'une manière plus générale. Par exemple, nous serions favorables à ce que la Commission soit investie des pouvoirs voulus pour réglementer la composition, le fonctionnement et les responsabilités des conseils d'administration, ainsi que des comités chargés des nominations et de la rémunération.	204
CINQUIÈME PARTIE – L'AMÉLIORATION DES DROITS FONDAMENTAUX DES ACTIONNAIRES		
62.	Nous soutenons les réformes apportées à la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (LCSA) concernant les sollicitations de procurations. Nous recommandons vivement que la Partie XIX de la Loi soit aussi modifiée afin de s'assurer que les actionnaires sont en mesure de communiquer entre eux dans des circonstances prescrites sans devoir déposer une circulaire d'information. Nous recommandons également que la Commission fasse un travail de coordination avec le gouvernement provincial afin de s'assurer que les modifications adoptées dans le cadre de la LSAO et de la Loi sont uniformes. De plus, nous exhortons la Commission à examiner si elle est habilitée ou non à incorporer par renvoi les exigences d'une autre loi canadienne telle que la *Loi sur les sociétés par actions de l'Ontario* ou la LCSA, en ce qui concerne les sollicitations de procurations, plutôt que de devoir énoncer expressément les règles dans la Loi.	211

RECOMMANDATIONS		PAGE
63.	Nous recommandons que la Commission, avec la participation des ACVM, effectue une étude complémentaire pour déterminer s'il y a lieu d'apporter des modifications aux mesures législatives sur les valeurs mobilières afin d'assouplir les exigences relatives aux communications avec et entre les actionnaires, dans le contexte d'une offre publique d'achat.	212
64.	Rien ne nous porte à croire qu'il est nécessaire de réglementer de façon identique les diverses ententes et les offres publiques d'achat. Compte tenu de l'intérêt public, nous considérons que les parties engagées dans des opérations commerciales devraient avoir la liberté de structurer les opérations en fonction de leurs objectifs commerciaux, dans la mesure où ces opérations, ainsi que les mesures législatives qui les régissent, sont équitables pour toutes les parties concernées.	214
65.	Nous recommandons que la Commission prépare une déclaration de principes établissant des directives quant aux facteurs qui doivent être pris en compte pour déterminer le moment où l'on devrait désactiver une pilule empoisonnée dans le cadre d'une offre publique d'achat.	215
66.	Nous recommandons que la Commission et les ACVM imposent à tous les fonds mutuels ouverts la création et le maintien d'un organisme directeur indépendant. Lorsque, d'après les conclusions raisonnables des administrateurs indépendants, le gestionnaire a privilégié ses intérêts personnels au détriment de ceux des participants du fonds mutuel, dans le cadre d'un délit d'initié, d'opérations faisant l'objet de conflit d'intérêts ou d'une violation de ses obligations fiduciaires, cet organisme devrait avoir le droit de congédier le gestionnaire ou d'informer les participants des actions du gestionnaire et de leur accorder une certaine période pour racheter leurs unités sans frais.	230
67.	Nous recommandons que le processus par lequel les administrateurs potentiels des organismes directeurs de fonds mutuels sont identifiés et nommés soit élargi pour inclure une liste plus diversifiée d'administrateurs potentiels. De plus, nous recommandons que la majorité des administrateurs soient indépendants de la société de gestion. Enfin, les responsabilités potentielles des administrateurs des organismes directeurs de fonds ainsi que les moyens de défense qui leur sont offerts devraient être prévus dans la loi.	232
68.	Nous croyons que l'organisme directeur du fonds mutuel devrait présenter certaines caractéristiques. Parmi celles-ci, on peut mentionner l'indépendance par rapport au gestionnaire du fonds, une majorité d'administrateurs indépendants, le droit de retenir les services d'un avocat ou d'obtenir des conseils indépendants, le droit de définir la rémunération de ses membres, l'obligation de chaque membre de divulguer chaque année les honoraires reçus du fonds et de tous les autres fonds affiliés ainsi que le droit de se séparer du gestionnaire dans des circonstances données.	233

RECOMMANDATIONS		PAGE
69.	Nous pensons qu'il est important de définir certaines responsabilités fondamentales de l'organisme directeur du fonds mutuel. Ces responsabilités devraient inclure, à tout le moins, la supervision du développement et de la mise en application des politiques liées aux questions de conflit d'intérêts, la surveillance des honoraires, des dépenses et de leur ventilation, la réception de rapports de la part du gestionnaire au sujet de la conformité avec les objectifs et les stratégies d'investissement, l'examen de la nomination du vérificateur, la rencontre du vérificateur du fonds et, enfin, l'approbation des contrats importants.	234
70.	Nous conseillons vivement aux organismes de réglementation et au secteur des fonds mutuels de travailler en collaboration dans le but de décider des normes ou des exigences auxquelles les gestionnaires de fonds mutuels devraient satisfaire avant qu'il leur soit permis d'établir, de promouvoir et de diriger un fond mutuel ouvert, d'identifier la personne ou l'organisme qui est le mieux placé pour établir ces normes ou ces exigences et pour surveiller la conformité à leur égard, ainsi que de déterminer si l'inscription des gestionnaires de fonds mutuels est nécessaire et justifiable, du point de vue d'une analyse coûts-avantages, en tant que moyen d'imposer et de surveiller la conformité avec les normes applicables aux gestionnaires de fonds mutuels.	236
71.	Nous recommandons que le paragraphe 143(31) de la Loi soit modifié, au besoin, pour donner à la Commission l'autorité nécessaire afin d'aborder la réforme de la gestion des fonds mutuels en utilisant son pouvoir d'établissement des règles.	236
SIXIÈME PARTIE – L'EXÉCUTION DE LA LOI		
72.	Nous recommandons que la Commission fournisse une orientation sous la forme d'un ensemble de principes ou de lignes directrices énonçant les éléments qui peuvent être pris en considération pour déterminer la sanction qu'il convient d'appliquer dans le contexte des procédures administratives en vertu de l'article 127 de la Loi.	251
73.	Nous suggérons d'examiner s'il conviendrait que la Commission ait un pouvoir réglementaire pour traiter les questions relatives à la gestion et à la répartition des sommes dont elle ordonne le remboursement.	255
74.	Nous recommandons qu'une nouvelle infraction soit créée en vertu de l'article 122 de la Loi pour manquement à remplir un engagement écrit envers la Commission ou le directeur exécutif, ou violation d'un engagement de ce genre. Nous recommandons également que la Commission s'assure que les personnes qui remettent des engagements écrits à la Commission ou au directeur exécutif soient conscientes du fait que le non-respect de tels engagements constitue une infraction.	257

RECOMMANDATIONS		PAGE
75.	Nous recommandons que la Commission surveille la Commission des valeurs mobilières du Manitoba et la Financial Services Authority du Royaume-Uni (FSA) dans l'exercice de leurs nouveaux pouvoirs de restitution respectifs et qu'elle tienne compte des conséquences pratiques de l'exercice de ce pouvoir afin d'être en mesure de décider ultérieurement si le pouvoir d'ordonner une restitution serait approprié pour la Commission.	259
76.	Nous encourageons la Commission à exercer, dans les cas appropriés, son pouvoir discrétionnaire pour demander au tribunal, en vertu de l'article 128 de la Loi, une ordonnance de restitution ou d'indemnisation.	260
77.	Nous recommandons à la Commission d'examiner le bien-fondé et les répercussions de la modification de l'article 128 de la Loi afin de permettre aux investisseurs, dans certaines circonstances, de demander directement au tribunal une ordonnance de restitution ou d'indemnisation.	260
78.	Nous recommandons que, à titre de condition d'agrément d'un OAR, la Commission demande à l'OAR d'exiger de ses membres qu'ils participent à tout système national de traitement des plaintes mis en place et à tout programme applicable de résolution des conflits parrainé par l'industrie, et qu'ils acceptent d'y être liés. Nous favorisons la transparence vis-à-vis de ces programmes et encourageons vivement la publication des statistiques d'utilisation des programmes ainsi que des détails concernant l'issue des différents cas ou la résolution des plaintes.	263
79.	Nous incitons l'industrie des services financiers à surveiller le système national de traitement des plaintes, notamment au cours de sa première année d'exploitation, afin de s'assurer qu'il fonctionne comme prévu. En supposant que la mise en œuvre du système est réussie, nous recommandons que l'industrie des services financiers envisage ensuite d'établir de façon semblable un système de résolution des conflits à l'échelle nationale.	263
80.	Nous encourageons vivement les OAR disposant ou envisageant de se doter d'autres programmes de résolution des conflits à demander au moins à leurs membres d'informer les clients de la disponibilité de ces programmes.	263
81.	Nous recommandons que le paragraphe 127(1)7 de la Loi soit modifié afin d'autoriser la Commission à ordonner qu'une personne démissionne d'un ou de plusieurs postes qu'elle occupe en tant qu'administrateur ou dirigeant d'un émetteur, ou *d'une personne inscrite ou du gestionnaire d'un fonds mutuel*.	267

RECOMMANDATIONS **PAGE**

82. Nous recommandons que le paragraphe 127(1)8 de la Loi soit modifié afin d'autoriser la Commission à ordonner : 267

- qu'il soit interdit à une personne de devenir administrateur ou dirigeant d'un émetteur, *d'une personne inscrite ou d'un gestionnaire de fonds mutuel*, ou d'assumer ces fonctions;
- *qu'il soit interdit à une personne ou à une société de devenir gestionnaire de fonds mutuel ou promoteur, ou d'assumer ces functions.*

83. Nous recommandons qu'un alinéa soit ajouté au paragraphe 127(1) de la Loi, en vue d'autoriser la Commission à ordonner qu'une personne ou une société : 269

- se conforme ou cesse de contrevenir :
  - i) aux mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières;
  - ii) à une directive, une décision, une ordonnance ou une prescription faite en vertu d'un règlement, d'une règle ou d'un autre instrument de réglementation, ou à une politique d'une bourse ou d'un OAR reconnu;
- se conforme à l'avenir ou prenne des mesures pour s'assurer de la conformité future avec les mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières ou avec une directive, une décision, une ordonnance ou une prescription faite en vertu d'un règlement, d'une règle ou d'un autre instrument de réglementation, ou d'une politique d'une bourse ou d'un OAR reconnu.

84. Nous recommandons que l'alinéa 127 (1)2 de la Loi soit modifié pour énoncer expressément que les opérations sur les valeurs mobilières aux fins de ce paragraphe comprennent aussi l'achat de valeurs mobilières. 270

85. Nous recommandons que l'article 122 de la Loi soit modifié pour inclure une disposition permettant à la Cour de justice de l'Ontario de rendre une ordonnance, lorsque cela est approprié, afin que la partie défenderesse indemnise ou rembourse les personnes qui ont subi une perte de biens en raison d'une infraction qu'elle a commise. 276

86. Nous recommandons que la Commission publie une déclaration de principes fournissant une orientation et des conseils interprétatifs en ce qui concerne la portée de la disposition de confidentialité de l'article 16 de la Loi et clarifiant le processus de demande de divulgation en vertu de l'article 17 de la Loi, y compris la question de la qualité nécessaire pour présenter une telle demande. 279

RECOMMANDATIONS		PAGE
87.	Nous recommandons qu'une fois que les dispositions des Modifications de 2002 auront été promulguées, les ACVM modifient le paragraphe 3.1(2) de la Norme canadienne 23-101, *Règles de négociation*, afin de stipuler que les dispositions touchant les activités frauduleuses et les manipulations du marché contenues dans la Loi s'appliqueront en Ontario.	283
88.	Nous recommandons que, dans les cas appropriés, la Commission envisage d'utiliser les autres mécanismes exécutoires disponibles en vertu des articles 127 et 128 de la Loi, pour réglementer les délits d'initiés.	287
89.	Nous recommandons que le gouvernement de l'Ontario envisage de modifier la Loi afin d'élargir la portée des dispositions existantes concernant les questions de responsabilité civile relatives aux délits d'initiés en supprimant l'exigence d'un lien contractuel à l'article 134 de la Loi. Nous recommandons également d'examiner l'inclusion d'une disposition qui limite la responsabilité en vertu de cet article au montant du profit réalisé ou de la perte évitée par l'initié par suite de l'opération ou des opérations en question. De plus, on devrait soustraire de cette responsabilité le montant qui doit être remboursé conformément à une ordonnance du tribunal ou de la Commission, le cas échéant, dans le cadre d'une procédure se rapportant à la même opération ou aux mêmes opérations.	287
90.	Nous recommandons que les ACVM envisagent une réduction supplémentaire de la période de dépôt des rapports d'initiés (actuellement, les rapports doivent être déposés dans les 10 jours qui suivent la date de l'opération), une fois que le système de données électroniques sur les initiés (SEDI) sera opérationnel.	289
91.	Nous recommandons que les mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières soient modifiées pour exiger que les initiés déclarent tout changement effectif ou toute élimination de leur participation financière dans une société émettrice.	289
92.	Nous recommandons que les questions soulevées à l'égard du maintien des ordonnances de blocage en vertu de l'article 126 de la Loi fassent l'objet d'une étude plus approfondie en tenant compte de l'avis du public. Nous suggérons notamment que les points suivants, à tout le moins, soient examinés : ♦ qui, de la Commission ou de la cour, devrait autoriser le maintien d'une ordonnance de blocage; ♦ quel est le critère qu'il convient d'appliquer pour déterminer si une ordonnance de blocage doit être maintenue.	291

RECOMMANDATIONS		PAGE
93.	En ce qui a trait au pouvoir actuel d'émettre une ordonnance de frais en vertu de l'article 127.1 de la Loi, nous recommandons que la Commission élabore des politiques ou des lignes directrices quant à la façon dont les frais devraient être établis et quant aux circonstances dans lesquelles le paiement des frais pourrait être ordonné. Nous recommandons également que les ordonnances de frais rendues en vertu de cet article puissent faire l'objet d'un examen à la demande d'une partie intimée.	293
94.	Nous recommandons d'examiner, dans le cadre de tout examen futur de la Loi, la question de savoir si la Commission devrait avoir le pouvoir discrétionnaire d'ordonner le paiement des frais à une partie intimée dans le cadre des procédures de la Commission et, si oui, dans quelles circonstances.	293
95.	Nous appuyons en principe la protection des dénonciateurs, mais nous faisons remarquer qu'elle ne relève pas nécessairement de la Loi. Il serait, par exemple, plus approprié d'inclure de telles dispositions dans les lois relatives aux sociétés ou à l'emploi.	293

INTRODUCTION

1. Évolution de la loi sur les valeurs mobilières

La portée de la première loi sur les valeurs mobilières en Ontario (*The Security Frauds Prevention Act 1928*)[5] se limitait à la délivrance de permis aux courtiers en valeurs mobilières et aux enquêtes sur les fraudes en matière de valeurs. En 1945, la réglementation des valeurs mobilières en Ontario a été élargie considérablement avec la promulgation de la *Loi sur les valeurs mobilières, 1945*[6], qui introduisait le concept d'appel public à l'épargne et qui obligeait les sociétés émettrices à produire un document d'information simplifié. La *Loi sur les valeurs mobilières, 1947*[7], a imposé des exigences additionnelles relatives à la divulgation et aux appels publics à l'épargne et a institué la responsabilité civile statutaire pour les fausses déclarations faites dans un prospectus.

Notre loi actuelle découle de la *Loi sur les valeurs mobilières, 1966*[8], qui a introduit ou modifié les dispositions relatives à l'information continue, à la sollicitation de procuration, aux offres publiques d'achat et aux opérations d'initié. Ces modifications émanaient en grande partie des recommandations du rapport du comité du procureur général sur les mesures législatives relatives aux valeurs mobilières en Ontario (mieux connu sous le nom du « Rapport Kimber »). Le système fermé a été introduit dans la *Loi sur les valeurs mobilières, 1978*[9], et, en 1983, les dispositions de la Loi relatives aux offres d'achat visant la mainmise ont fait l'objet de modifications importantes à la suite des recommandations du rapport des « Trois sages »[10].

Les plus récentes modifications importantes de la Loi ont été apportées en 1994, à la suite de la publication du rapport d'un groupe de travail mixte du ministère des Finances et de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario qui portait sur la réglementation des valeurs mobilières et qui était présidé par le professeur Ron Daniels[11] de la faculté de droit de l'Université de Toronto. Le Comité Daniels a été mis sur pied en octobre 1993 à la suite d'une

---

5 L.O. 1928, c. 34.

6 L.O. 1945, c. 22.

7 L.O. 1947, c. 98.

8 L.O. 1966, c. 142.

9 L.O. 1978, c. 47. Le système fermé s'inspirait des recommandations du *Report of the Committee of the Ontario Securities Commission on the Problems of Disclosure Raised for Investors by Business Combinations and Private Placements* (Toronto, Ministère des Finances et du Commerce, 1970) [ci-après nommé « rapport sur les fusions »].

10 Gordon Coleman, Garfield Emerson et David Jackson, *Report of the Committee to Review Provisions of the Securities Act (Ontario) relating to Take-over Bids and Issuer Bids* (Toronto, Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, 1983).

11 Voir le Groupe de travail sur la réglementation des valeurs mobilières, *Responsibility and Responsiveness – Final Report of the Ontario Task Force on Securities Regulation (1994)*, 17 OSCB 3208 [ci-après nommé le « Rapport Daniels »].

décision[12] judiciaire de l'Ontario qui déclarait nulle une déclaration de principes de la Commission sur la vente d'actions cotées en cents, jugeant que la Commission avait outrepassé sa compétence en vertu de sa loi habilitante. Dans le cadre des modifications de 1994, la Commission a été autorisée à élaborer des règles ayant force obligatoire, sous réserve d'un processus faisant appel à la fois à la consultation publique et à un examen par le ministre des Finances des règles proposées.

À la suite de l'adoption des modifications de 1994, la Commission a entrepris de revoir l'ensemble de ses déclarations de principes, de ses avis, de ses décisions et de ses décrets généraux, et de les reformuler sous forme de règles, de politiques ou d'avis à l'intention du personnel, ou de déterminer s'ils étaient toujours pertinents ou nécessaires. Ce processus est connu sous le nom de « projet de reformulation ».

2. Mise sur pied du comité

Les modifications de 1994 exigeaient que le ministre des Finances (le « Ministre ») forme un comité d'examen tous les cinq ans afin de revoir les mesures législatives, les règlements et les règles portant sur les questions traitées par la Commission ainsi que les besoins législatifs de la Commission[13]. Il s'agit du premier comité de ce genre à voir le jour.

La Loi exige que le Comité :

- examine les mesures législatives, les règlements et les règles portant sur les questions traitées par la Commission ainsi que les besoins législatifs de la Commission;
- obtienne l'opinion du public relativement à ces questions au moyen d'un processus d'avis et de commentaires;
- prépare à l'intention du Ministre un rapport sur son examen et lui présente ses recommandations.

Outre cet aspect législatif de notre mandat, le Ministre nous a chargés de nous assurer que :

- les lois sur les valeurs mobilières en Ontario sont à jour;
- les lois sur les valeurs mobilières en Ontario permettent à la Commission d'appliquer de manière proactive des normes claires en vue de protéger les investisseurs et de créer un marché équitable et efficace.

---

12 *Ainsley Financial Corporation c. Commission des valeurs mobilières de l'Ontario* (1993), 14 L.R.O. (3d) 280 (Division générale).

13 La Loi, art. 143.12.

3. Rapport préliminaire

A) DEMANDE DE COMMENTAIRES CONCERNANT LA LISTE DES QUESTIONS DE FOND

Étant donné l'ampleur de notre mandat, notre première tâche consistait à adopter une méthodologie afin de guider nos travaux. Nous avons commencé par élaborer une Liste des questions de fond afin d'obtenir l'opinion du public. Nous avons préparé cette liste en bénéficiant de l'aide de la Commission. La Liste des questions de fond a été publiée dans le bulletin du 28 avril 2000 et constitue l'annexe C[14] du présent document.

La Liste des questions de fond comprenait 42 questions réparties dans les cinq grandes catégories suivantes :

i) Principes à la base de la réglementation des valeurs mobilières;

ii) Objectif et portée des mesures législatives;

iii Incidence de l'harmonisation de la réglementation et des tendances vers la mondialisation;

iv) Impact de la technologie;

v) Mandat et rôle de la Commission.

La Liste des questions de fond ne visait pas à être exhaustive ou à limiter de quelque façon que ce soit les questions que le Comité était disposé à considérer. Son but était d'attirer l'attention du Comité sur les aspects qui semblaient nécessiter les modifications législatives les plus urgentes et de susciter les commentaires du public. Notre rapport préliminaire ne traitait pas de toutes les questions dans cette liste. Dans de nombreux cas, aucune information ou préoccupation n'a été portée à l'attention du Comité qui nous aurait incités à croire qu'une modification à la Loi était nécessaire. Par contre, ce rapport préliminaire mettait en lumière certaines questions qui ne faisaient pas partie de notre Liste des questions de fond, mais qui ont été signalées au Comité par quelques observateurs. Enfin, notre rapport préliminaire pouvait, dans certains cas, traiter de questions qui faisaient partie de notre liste mais pour lesquelles nous n'avons pas recommandé de modifications législatives. C'est ainsi que nous avons procédé dans le cas des questions qui nous semblaient suffisamment importantes pour attirer l'attention des lecteurs sur notre analyse et nos conclusions afin que d'autres personnes, qu'elles soient d'accord ou non avec nous, aient l'occasion de se pencher sur ces questions.

B) RECHERCHE

Le personnel du Comité a préparé des mémoires analysant chacune des 42 questions contenues dans la Liste des questions de fond. Des recherches additionnelles ont été menées afin de répondre aux questions soulevées par les intervenants et par le Comité pendant les délibérations.

---

[14] Voir (2000), 23 OSCB 3034 ou http:/3www.osc.gov.onc.ca/en/Summary/fiveyearreview.html.

Les travaux consistaient principalement en recherches originales, mais le personnel a également puisé dans les recherches existantes et dans les analyses réalisées par la Commission et par d'autres commissions pour les ACVM. En outre, le personnel de la Commission a présenté des exposés au Comité sur différentes questions soumises à l'étude du Comité.

C) ANALYSES COMPARATIVES

Les recherches réalisées pour le Comité ne se limitaient pas à une analyse des lois sur les valeurs mobilières en Ontario. Le Comité a tenu compte de la démarche des organismes de réglementation dans d'autres territoires de compétence au Canada. Nous avons également examiné les régimes de réglementation aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Australie. Chacune de ces compétences ayant introduit au cours des dernières années des réformes à l'égard de différents aspects de la réglementation des marchés financiers, le Comité a pu bénéficier de certaines analyses approfondies réalisées par des organismes de réglementation au Canada et dans d'autres pays.

D) OBSERVATIONS ÉCRITES ET EXPOSÉS

Le Comité a reçu 31 observations écrites à la suite de notre demande de commentaires sur la Liste des questions de fond[15]. Certains organismes et certaines personnes ont accepté de nous rencontrer[16]. De plus, le personnel de la Commission a présenté des exposés sur des sujets qui intéressaient particulièrement le Comité[17].

E) RÉUNIONS DU COMITÉ

Le Comité s'est réuni une cinquantaine de fois pendant une période de 20 mois avant la publication du rapport préliminaire.

F) PUBLICATION DU RAPPORT PRÉLIMINAIRE

Notre rapport préliminaire a été publié aux fins de consultation publique le 29 mai 2002. La période de commentaires a pris fin le 15 août 2002.

---

15 Une liste des personnes ou des groupes qui ont soumis des observations écrites au Comité au sujet de la Liste des questions de fond est présentée à l'annexe D du présent rapport. Les observations sont présentées en ligne à l'adresse http://www.osc.gov.onc.ca/en »Summary/commentletters.html.

16 Une liste des personnes et des organismes qui ont rencontré le Comité à la demande de ce dernier pour discuter de la Liste des questions de fond est présentée à l'annexe E du présent rapport.

17 Une liste du personnel de la Commission qui a soumis des observations au Comité au sujet de la Liste des questions de fond est présentée à l'annexe F du présent rapport.

4. Le rapport final

A) COMMENTAIRES CONCERNANT LE RAPPORT PRÉLIMINAIRE

Nous avons reçu 45 lettres de commentaires au sujet de notre rapport préliminaire[18]. Nous avons tenu 24 réunions entre septembre 2002 et janvier 2003 afin d'examiner toutes les observations que nous avons reçues et de revoir nos recommandations initiales avant de rédiger la version finale du rapport.

B) PRÉSENTATION DU RAPPORT AU MINISTRE

Le Comité soumet maintenant son rapport final au Ministre. La Loi exige que le rapport soit déposé devant l'Assemblée législative et qu'un comité spécial ou permanent de l'Assemblée législative soit ensuite désigné pour :

- examiner le rapport;
- entendre l'opinion des particuliers ou des sociétés intéressés;
- recommander à l'Assemblée législative d'apporter des modifications à la Loi.

C) FUTURS COMITÉS

Le Ministre nommera le prochain Comité d'étude de cinq ans à la fin de 2004. Étant donné que notre rapport est le fruit d'un examen très vaste des lois sur les valeurs mobilières, nous nous attendons à ce que les prochains comités d'étude de cinq ans aient un mandat plus ciblé. Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin d'exiger que les futurs comités d'étude soient nommés cinq ans après la date de publication du rapport final du comité précédent, contrairement à la disposition en vigueur selon laquelle les comités doivent être nommés tous les cinq ans.

---

[18] Une liste des personnes ou des groupes qui ont soumis des observations écrites au Comité au sujet du rapport préliminaire est présentée à l'annexe B du présent rapport. Les observations sont présentées en ligne à l'adresse http://www.osc.gov.onc.ca/en »Summary/srac 5yr-draft-report-comments.htm. Nous avons également rencontré des représentants de l'ACCOVAM et de la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique (BCSC) et, à notre demande, des membres de la Direction des marchés financiers de la Commission ont accepté de nous rencontrer.

1re PARTIE

LE RÔLE DE LA COMMISSION DANS LA RÉGLEMENTATION DES MARCHÉS FINANCIERS

Les activités des participants aux marchés financiers du Canada peuvent être assujetties aux organismes de réglementation du commerce des valeurs mobilières dans 13 territoires de compétence au Canada et dans d'autres pays ailleurs dans le monde. Certaines activités peuvent également être soumises aux organismes de réglementation des institutions financières à charte fédérale. La première partie de notre rapport discute des moyens de restructurer la réglementation des marchés financiers en Ontario – et partout au Canada – afin d'en accroître l'efficacité tout en continuant de protéger les investisseurs.

1re PARTIE

LE RÔLE DE LA COMMISSION DANS LA RÉGLEMENTATION DES MARCHÉS FINANCIERS

Les activités des participants aux marchés financiers du Canada peuvent être assujetties aux organismes de réglementation du commerce des valeurs mobilières dans 13 territoires de compétence au Canada et dans d'autres pays ailleurs dans le monde. Certaines activités peuvent également être soumises aux organismes de réglementation des institutions financières à charte fédérale. La première partie de notre rapport discute des moyens de restructurer la réglementation des marchés financiers en Ontario – et partout au Canada – afin d'en accroître l'efficacité tout en continuant de protéger les investisseurs.

CHAPITRE 1

LA NÉCESSITÉ DE CRÉER UN SEUL ORGANISME DE RÉGLEMENTATION

Nous unissons notre voix à celles d'innombrables personnes qui croient que le moment est venu de créer un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières au Canada. Il s'agit de la question la plus urgente en matière de réglementation des valeurs mobilières en Ontario et partout au Canada. Nous exhortons la Ministre à assumer un rôle de chef de file auprès de ses collègues d'un bout à l'autre du pays afin d'éliminer tous les obstacles qui entravent toujours la création d'un seul organisme de réglementation chargé de surveiller les activités de tous les marchés financiers du Canada. À cette fin, nous sommes d'avis que la récente création du Comité de personnes averties recommandée par Harold MacKay au ministre fédéral des Finances représente une excellente façon de favoriser la mise en œuvre de cette importante initiative[19].

1.1 La formation des marchés financiers transcende les frontières

A) LA PLACE DE L'ONTARIO AU SEIN DES MARCHÉS FINANCIERS CANADIENS

Les opérations entre un émetteur et un investisseur qui résident tous deux en Ontario sont assujetties à la réglementation des valeurs mobilières en Ontario. Cependant, dans bien des cas, les émetteurs ne limitent pas leur recherche d'investisseurs potentiels à ceux qui résident dans leur province ou leur territoire et doivent, par conséquent, se conformer aux régimes de réglementation dans plusieurs territoires de compétence. Ceci augmente nécessairement leurs coûts puisque l'émetteur doit avoir recours aux services de courtiers attitrés et d'avocats et payer les frais dans chaque territoire de compétence dans lequel il veut émettre des valeurs mobilières. Il doit ensuite engager des employés ou des conseillers externes afin d'assurer la conformité avec les obligations d'information continue dans chaque territoire de compétence. Dans une perspective réglementaire, chaque territoire de compétence doit maintenir les ressources nécessaires pour administrer et appliquer ses lois propres sur les valeurs mobilières[20].

---

19 Lettre de Harold MacKay à l'honorable John Manley, c.p., député à la Chambre des communes, en date du 15 novembre 2002 (www.fin.gc.ca). Le Comité de personnes averties a été mis sur pied le 4 mars 2003 et sera présidé par Michael Phelps.

20 La FSA estime que le coût total de la réglementation canadienne, y compris de la réglementation prudentielle et de la réglementation des marchés des valeurs mobilières, des assurances, des inscriptions et de la compensation, représente environ 218 millions de livres (493 M$, au taux de change actuel) comparativement au coût de la réglementation qui est d'environ 220 millions de livres (497 M$) pour la FSA et de 104 millions de livres (235 M$) pour l'Australie. Près de 3 780 personnes œuvrent au Canada dans le secteur de la réglementation des services financiers comparativement à 2 765 au Royaume-Uni et à 2 113 en Australie. Voir le rapport annuel de la FSA 2000-2001, annexe 5, pour une comparaison des coûts de la réglementation dans différents pays (http://www.fsa.gov.uk/pubs/annual).

Les émetteurs et les investisseurs sont pénalisés lorsque le coût de la conformité est plus élevé au Canada qu'ailleurs. Le coût plus élevé de la conformité nuit à notre position concurrentielle comme source de capital. Cela, à son tour, diminue les possibilités d'investissement des Canadiens. Les émetteurs qui sont en mesure de le faire peuvent aller à l'extérieur du Canada pour trouver des capitaux moins coûteux. Ceux qui ne peuvent pas chercher ailleurs doivent accepter le coût du capital plus élevé ainsi que les conséquences défavorables sur leur rendement et leur compétitivité. Pour demeurer concurrentiels, les marchés financiers de l'Ontario doivent fonctionner comme faisant partie intégrante de l'ensemble des marchés financiers du Canada.

Les marchés boursiers du Canada ont déjà réagi aux inefficiences inhérentes à la régionalisation. Pour demeurer concurrentiels, ils ont procédé à des fusions et à des restructurations[21], avec pour résultat que chacune des trois bourses qui demeurent – la Bourse TSX, la Bourse de croissance TSX et la Bourse de Montréal – est maintenant exclusivement responsable d'un segment du marché. Les sociétés émettrices de valeurs de premier rang sont inscrites à la Bourse TSX, les sociétés émettrices de valeurs de second rang, à la Bourse de croissance TSX et les sociétés émettrices de produits dérivés, à la Bourse de Montréal[22].

B) LA PLACE DU CANADA AU SEIN DES MARCHÉS FINANCIERS INTERNATIONAUX

Le Canada représente seulement deux pour cent des marchés financiers internationaux[23]. Il existe à l'extérieur de nos frontières un univers de possibilités à la fois pour les émetteurs et pour les investisseurs. Au chapitre II, nous discutons du bien-fondé de l'harmonisation des lois sur les valeurs mobilières au Canada avec celles d'autres grands marchés (principalement les É.-U.) afin d'éviter aux émetteurs canadiens d'avoir à assumer le coût qu'entraîne l'obligation de se conformer à des régimes fondamentalement différents au Canada et à l'étranger. Nous soulignons que notre régime actuel rend l'harmonisation de nos lois avec celles d'autres marchés internationaux importants beaucoup plus difficile. En effet, le Canada est le seul pays industriel du G-7 qui ne réglemente pas ses marchés financiers par l'entremise d'un seul organisme de réglementation. Un des arguments les plus convaincants pour créer un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières au Canada est la nécessité d'assurer la compétitivité des marchés financiers canadiens sur la scène mondiale.

---

21 Avant cette restructuration, la Bourse de Vancouver, celles de l'Alberta, de Winnipeg, de Toronto, de Montréal ainsi que la Bourse canadienne de croissance fonctionnaient indépendamment les unes des autres et, dans une grande mesure, se faisaient concurrence pour obtenir les inscriptions.

22 La Bourse TSX a acquis la Bourse de croissance TSX en août 2001.

23 Ce chiffre est souvent utilisé et, même s'il peut avoir différents sens, dans le présent contexte, nous faisons référence à la pondération accordée aux actions canadiennes dans l'indice Morgan Stanley World. Cet indice est basé sur la valeur marchande de 86 actions choisies d'après les critères du MSCI.

1.2 Treize organismes de réglementation pour un petit marché

A) NOTRE STRUCTURE ACTUELLE

Étant donné que la réglementation des valeurs mobilières au Canada est une question de compétence provinciale, il existe 13 séries de lois différentes administrées par 13 organismes de réglementation provinciaux et territoriaux. Bon nombre de lois sont similaires. Certaines contiennent des dispositions entièrement différentes. Aucune n'est identique. Même lorsque les dispositions législatives sont identiques, elles peuvent être interprétées et appliquées différemment d'un territoire de compétence à l'autre.

Il existe également de grandes disparités dans le statut et la fonction des organismes de réglementation au pays. Certains sont des organismes autofinancés. D'autres sont des sociétés d'État. D'autres encore sont des organismes du gouvernement provincial. Certains énoncent des politiques, élaborent des règles, servent de tribunal administratif et instruisent les appels des décisions prises par leur directeur général et leur personnel. Certains accomplissent seulement quelques-unes de ces fonctions. Même dans les cas où les organismes de réglementation s'acquittent de fonctions similaires (telles que l'établissement des règles), ils sont généralement assujettis à des cadres législatifs différents qui ont pour effet de compliquer considérablement la coordination des efforts dans l'ensemble des territoires de compétence[24].

L'avantage de la multiplicité actuelle des régimes est que cela permet à chaque assemblée législative et à chaque organisme de réglementation des valeurs mobilières d'élaborer et d'administrer les lois de la manière qui répond le mieux aux besoins du marché local. L'activité économique varie d'une région à l'autre du pays et les lois sur les valeurs mobilières qui sont régies au niveau provincial sont les plus aptes à satisfaire les besoins régionaux particuliers. Cependant, l'inconvénient de cette souplesse à l'échelle locale est qu'elle fragmente la réglementation des valeurs mobilières, ce qui impose un processus plus long et plus coûteux aux émetteurs qui tentent de rassembler des capitaux au pays. Les investisseurs, les participants au marché et leurs conseillers sont unanimes dans leur critique de cette démarche. Dans les observations qu'elle a présentées au Comité, la Bourse de croissance TSX a exprimé la frustration ressentie par de nombreux autres participants au marché à l'égard de l'existence de 13 régimes de réglementation des valeurs mobilières :

> La complexité du régime de réglementation actuel est considérablement exacerbée par les différences dans la réglementation entre les provinces. De légères variations dans la réglementation entre les provinces peuvent sembler d'abord relativement peu importantes, mais ces différences minimes représentent un piège pour les émetteurs, leurs initiés et leurs conseillers. Pour éviter ces embûches, l'émetteur ou ses initiés doivent engager des coûts supplémentaires pour les services d'avocats et d'experts-conseils.

---

[24] Voir la discussion sur l'établissement des règles au chapitre 7.

> Nous encourageons fortement le gouvernement de l'Ontario et chacun des autres gouvernements provinciaux à inciter vivement leurs commissions des valeurs mobilières respectives à travailler ensemble en vue de créer un régime uniforme de réglementation des valeurs mobilières que chaque province pourra adopter. Même si certaines initiatives locales pourraient être nécessaires à l'occasion, nous croyons que ces différences devraient être l'exception... Notons que les différences locales ont souvent été justifiées pour répondre aux besoins des petites entreprises; cependant, nous croyons que les problèmes à cet égard ne sont pas d'ordre régional et qu'une démarche plus uniforme à l'échelle nationale améliorera l'accès au capital[25] [traduction].

B) ÉCHEC DES TENTATIVES DE CONSOLIDATION

Au cours des quarante dernières années, il y a eu quelques tentatives infructueuses en vue de créer un seul organisme de réglementation pour régir le commerce des valeurs mobilières au Canada. En 1964, la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier (connue sous le nom de Commission Porter) a recommandé au gouvernement fédéral d'établir un seul organisme fédéral qui assumerait la responsabilité principale de la réglementation des valeurs mobilières pour l'ensemble des provinces. Les recommandations de la Commission Porter ont reçu un accueil mitigé. Plusieurs étaient d'avis que même si une plus grande uniformité était souhaitable, la coopération interprovinciale (une solution de rechange examinée brièvement par la Commission Porter) était préférable à la création d'un organisme de réglementation fédéral.

En 1979, le gouvernement fédéral a publié un document contenant des propositions relatives à l'uniformisation de la Loi sur les valeurs mobilières au Canada, document qui proposait également la création d'une seule commission des valeurs mobilières au Canada pour réglementer le commerce des valeurs mobilières et les questions internationales et interprovinciales connexes.

En 1[illegible], le gouvernement fédéral a publié l'ébauche d'un protocole d'entente[26] qui proposait la création d'une Commission des valeurs mobilières canadiennes autonome à laquelle les gouvernements fédéral et provinciaux délégueraient le pouvoir réglementaire. Même si cet effort est venu plus près d'atteindre son objectif que les initiatives précédentes, des obstacles d'ordre juridictionnel et politique ont fait échouer le projet[27].

C) INITIATIVE FÉDÉRALE ET PROVINCIALE

En octobre 2002, le ministre fédéral des Finances a confié à Harold MacKay le mandat de recommander une démarche en vue de réformer le cadre de réglementation des valeurs mobilières du Canada. M. MacKay a présenté son rapport à l'honorable John Manley en

---

25 Voir la lettre d'observations de la Bourse de croissance TSX.

26 *Protocole d'entente relatif à la réglementation du commerce des valeurs mobilières au Canada* (1994), 17 OSCB 4394.

27 Voir aussi la discussion portant sur les tentatives précédentes de réformer la réglementation des valeurs mobilières au Canada qui se trouve dans A. Douglas Harris, *Un symposium sur la réglementation canadienne des valeurs mobilières : Harmonisation ou nationalisation ?* « Livre blanc » (Capital Markets Institute de l'Université de Toronto, octobre 2002), pp. 5 à 69.

novembre. Le rapport faisait état de certaines préoccupations concernant la structure réglementaire actuelle semblables à celles qui avaient été évoquées dans des rapports précédents, y compris le nôtre. Le rapport note que le « système actuel, tel qu'il est appliqué, ne permet pas de relever les défis d'aujourd'hui et de demain. Même s'il continue de fonctionner, notre système doit être amélioré, et rapidement »[28]. À cette fin, M. MacKay a recommandé qu'un Comité de personnes averties soit mis sur pied par le gouvernement fédéral et les provinces intéressées afin d'examiner le régime de réglementation actuel et de recommander un modèle approprié pour la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Le gouvernement fédéral a récemment appuyé cette recommandation et a désigné un comité. Le Comité :

- examinera et évaluera les forces et les faiblesses de l'actuel régime de réglementation des valeurs mobilières au Canada;
- recommandera pour le Canada une structure réglementaire réalisable et qui répondra le mieux aux besoins du pays;
- recommandera un modèle de régie et décrira un cadre de reddition de comptes;
- soumettra son rapport d'ici le 30 novembre 2003[29].

D) HARMONISATION INTERPROVINCIALE PAR L'ENTREMISE DES AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES (ACVM)

Les ACVM constituent un organisme informel qui regroupe les 13 organismes de réglementation des provinces et des territoires. Dans le cadre de son fonctionnement, l'organisme tient des réunions régulières auxquelles assistent les présidents, les vice-présidents et le personnel de chaque commission, favorise les interactions ponctuelles entre les directeurs généraux et le personnel de chaque commission et met sur pied des comités d'employés chargés de traiter les projets de réglementation mixtes et les préoccupations communes. Le financement et les ressources de soutien sont puisés à même les budgets de fonctionnement de chaque commission, sur une base facultative.

Les ACVM ont contribué largement à l'harmonisation des mesures législatives sur les valeurs mobilières et à l'administration de ces lois partout au Canada. Leurs réalisations comprennent l'établissement ou le lancement proposé des systèmes suivants :

---

28 Ci-dessus, note 19.

29 Comité de personnes averties sur la réglementation des valeurs mobilières; mandat (4 mars 2003) (www.fin.gc.ca/rews03). Il convient en outre de noter que les ministres des provinces de l'Alberta, de la Colombie-Britannique, de l'Ontario et du Québec ont convenu de créer leur propre comité directeur afin de discuter de solutions pour améliorer le régime de réglementation des valeurs mobilières du Canada. (Sinclair Stewart et Karen Howlett, « Provinces align to study regulatory reform » *Globe and Mail* [20 février 2003].)

- « REC » – Le Régime d'examen concerté (dont on traite ci-dessous) qui couvre, par exemple, les demandes de dispense discrétionnaire et l'examen des prospectus, les formulaires d'information annuelle et les documents d'émission de droits de souscription.
- « SEDAR » – Le Système électronique de données, d'analyse et de recherche qui permet à toute personne ayant accès à Internet de consulter les documents déposés par les émetteurs assujettis.
- « SEDI » – Un système central de données électroniques sur les initiés.
- « BDNI » – Un système en ligne qui permettra aux courtiers et aux conseillers de déposer leurs formulaires d'inscription par voie électronique.

Par l'entremise des ACVM, les 13 organismes de réglementation du Canada ont également réussi à uniformiser les mesures législatives dans plusieurs domaines en adoptant des normes nationales et multilatérales. Il existe maintenant 25 « normes canadiennes », c'est-à-dire des règles et des règlements élaborés grâce aux efforts concertés des ACVM, qui ont été adoptées par la suite dans chaque province et territoire. Les normes canadiennes ont harmonisé la réglementation relative aux régimes de prospectus[30], aux organismes de placement collectif [31], aux exigences en matière de préalerte et aux questions connexes touchant les offres publiques[32], aux inscriptions[33] ainsi qu'au fonctionnement du marché et aux règles de négociation[34].

Nonobstant les réalisations des organismes de réglementation canadiens, les limites des ACVM comme instrument de coordination de la réglementation des valeurs mobilières canadiennes sont apparentes. Nous attirons l'attention sur cinq d'entre elles :

1. Même si les ACVM souhaitent atteindre un équilibre sain entre l'harmonisation nationale et la souplesse régionale, les organismes de réglementation dans chaque territoire de compétence sont libres d'appliquer la démarche de leur choix plutôt que de travailler avec leurs contreparties dans les autres territoires de compétence afin de trouver une solution commune. Ceci est évident dans les révisions apportées aux règlements sur les placements privés et les dispenses en Ontario en 2001 et celles qui ont été apportées peu

---

30 P. ex., Norme canadienne 41-101, *Prospectus Disclosure Requirements* (2000), 23 OSCB (Supp.) 619.

31 P. ex., Norme canadienne 81-101, *Régime de prospectus des organismes de placement collectif* (2000), 23 OSCB (Supp.) 3, Norme canadienne 81-102, *Organismes de placement collectif* (2000), 23 OSCB (Supp.) 59 et Norme canadienne 81-105, *Les pratiques commerciales des organismes de placement collectif* (1998), 21 OSCB 2713.

32 P. ex., Norme canadienne 62-103, *Le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés* (2000), 23 OSCB 1372, et Norme canadienne 62-202, *Les mesures de défense contre une offre publique d'achat* (1997), 20 OSCB 3525.

33 P. ex., Norme canadienne 35-101, *Dispense conditionnelle d'inscription accordée aux courtiers et aux représentants des États-Unis* (2000), 23 OSCB 8511.

34 P. ex., Norme canadienne 21-101, *Le fonctionnement du marché* (2001), 24 OSCB 6591, et Norme canadienne 23-101, *Règles de négociation* (2001), 24 OSCB 6635.

après en Colombie-Britannique et en Alberta[35]. Par suite de ce processus, l'Ontario, d'une part, et la Colombie-Britannique et l'Alberta, d'autre part, continueront d'appliquer des règles différentes, ayant certaines similarités et certaines disparités. À notre avis, ceci représente non seulement une occasion d'harmonisation ratée, mais un pas en arrière regrettable pour la rationalisation de la structure du régime de réglementation canadien.

2. Les politiques et les règles nationales ne peuvent pas être élaborées et mises en œuvre rapidement puisque 13 organismes de réglementation différents doivent d'abord convenir des orientations de principes et ensuite des exigences particulières. Après quoi, l'initiative doit être soumise au processus d'approbation qui s'applique dans chaque territoire de compétence (en Ontario, par exemple, la période de soumission des commentaires et le processus d'autorisation ministérielle pour les règles, abordés plus en détail au chapitre VII).

3. Les ACVM n'ont pas de pouvoir d'exécution et, en conséquence, une démarche coordonnée à l'égard de l'exécution doit être appliquée présentement sur une base d'exception[36]. La consolidation des marchés financiers du Canada et l'intégration de nos marchés avec ceux d'autres pays font ressortir les problèmes d'exécution à l'échelle nationale et internationale. Nous croyons que cette question est d'une importance capitale pour la crédibilité des marchés financiers canadiens.

4. Les ACVM ne rendent de comptes à personne. La réussite ou l'échec de cet organisme dépendra de l'engagement de chaque territoire de compétence.

5. Nous remarquons des visions plus divergentes et concurrentes de différents membres des ACVM en ce qui a trait aux objectifs et à la structure de la réglementation des valeurs mobilières[37]. Comme l'a souligné un observateur, « nous obtenons non seulement des interprétations différentes des règles, mais aussi des conceptions différentes »[38] [traduction]. Sans un travail de coordination à l'égard de toutes ces initiatives, au lieu d'obtenir un système idéal, nous risquons de fragmenter et d'alourdir davantage le système de réglementation des valeurs mobilières du pays.

---

35 Voir, pour l'Ontario, la Règle 45-501 portant sur les dispenses et placements privés (2001), 24 OSCB 7011, et pour l'Alberta et la Colombie-Britannique, la norme multilatérale 45-103, *Capital Raising Exemptions* (BCN 2002/16).

36 La discussion du REC ci-dessous fait référence à l'intention exprimée par les ACVM de participer dans une certaine mesure à un effort de coopération volontaire à cet égard.

37 Par exemple, la Commission appuie en général l'idée d'un organisme de réglementation national, la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta dirige le projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières des ACVM et la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique préconise la rationalisation et la simplification davantage que l'harmonisation (voir les nouvelles propositions pour la réglementation des valeurs mobilières de la BSCS, juin 2002). Plus récemment, les membres des ACVM semblaient en désaccord quant à la réaction appropriée du Canada à la *Loi Sarbanes-Oxley* qui a été promulguée aux États-Unis en 2002.

38 Tom Hockin, "It's time to get practical about a national securities commission", *National Post* (3 octobre 2002).

E) LE RÉGIME D'EXAMEN CONCERTÉ (REC) – UN PAS DANS LA BONNE DIRECTION

Les ACVM ont mis en œuvre le REC en 1999[39]. Dans le cadre du REC, un décideur dans un territoire de compétence donné accepte de se fier principalement à l'analyse et à l'examen du personnel dans un autre territoire de compétence. Par exemple, si un émetteur souhaite offrir des valeurs mobilières dans plusieurs territoires de compétence au Canada, le REC lui permet de traiter avec un organisme de réglementation principal (normalement celui qui se trouve dans le territoire de compétence où est situé le siège social de l'émetteur) plutôt qu'avec les organismes de réglementation dans chaque territoire de compétence particulier. Le personnel du territoire de compétence principal présente à l'émetteur des commentaires au nom de toutes les commissions et formule des recommandations. L'émetteur reçoit ensuite un seul document de décision provenant de l'organisme de réglementation dans le territoire de compétence principal.

Le REC est un projet officiel de collaboration volontaire entre les autorités réglementaires. Aucun des organismes de réglementation ne renonce à ses compétences ou à son pouvoir discrétionnaire. Chaque territoire de compétence conserve ses compétences légales à l'égard de toutes les questions soumises à l'examen concerté et peut en tout temps « s'abstenir de participer » et traiter directement avec le participant au marché. Aucune modification n'a été apportée aux mesures législatives sur les valeurs mobilières par suite de la mise en œuvre du REC. En fait, l'harmonisation n'est pas un objectif du REC. Les ACVM ont déclaré seulement que l'harmonisation était un « avantage indirect qui pourrait découler » du REC.

Le REC s'applique, ou devrait s'appliquer à plus ou moins long terme, à ce qui suit :

- demandes d'exemption;
- prospectus (y compris les prospectus détaillés et simplifiés, les prospectus et les modifications de fonds communs de placement, et les circulaires d'émission de droits de souscription);
- demandes de dispense[40];
- discussions préalables au dépôt de prospectus;
- formules initiales et subséquentes d'information annuelle;
- demandes d'inscription, de remise en vigueur et de renouvellement des inscriptions;
- documents d'information continue;
- enquêtes et audiences;
- établissement des règles et projets d'élaboration des politiques.

---

39 *Protocole d'entente – Régime d'examen concerté* (1999), 22 OSCB 6813.

40 Il s'agit de demandes de dispense qui sont attestées par l'émission d'un reçu pour un prospectus.

Le REC représente un important pas en avant en vue de favoriser la coordination interprovinciale. Il simplifie le processus réglementaire lorsque plusieurs territoires de compétence sont en cause. Cependant, nous partageons les réserves exprimées dans un certain nombre d'observations concernant les limites du REC. Par exemple, l'Association canadienne des conseillers en assurance et en finance a écrit :

> Même si nous en sommes venus à apprécier le fait qu'un organisme de réglementation principal puisse coordonner une série de demandes interprovinciales, nous croyons que le potentiel du régime d'examen concerté n'est pas encore atteint. Par exemple, il y a peu de raisons valables de continuer à exiger que les émetteurs déposent des demandes papier individuelles auprès de chaque organisme de réglementation et paient à chacun des frais qui varient de 0,00 $ à 750 $ lorsque l'organisme principal ou le coordonnateur exige seulement des frais de 450 $ et accomplit la plus grande partie du travail.

Nous notons les limites suivantes du REC :

- Le REC n'assure pas l'uniformité dans l'administration des lois sur les valeurs mobilières dans l'ensemble du Canada. Chaque territoire de compétence se réserve le droit d'interpréter et d'appliquer les normes canadiennes à son gré et d'appliquer ses exigences locales à toute question qui lui est soumise. En outre, un organisme de réglementation peut s'abstenir de participer au REC s'il n'est pas d'accord avec la décision prise par l'organisme de réglementation principal. La possibilité qu'un ou plusieurs organismes s'abstiennent de participer signifie que le REC n'a pas créé une démarche prévisible ou uniforme à l'égard de la réglementation des valeurs mobilières.
- Le REC n'a pas diminué les coûts pour l'industrie. Le personnel dans les territoires de compétence non principaux peut entreprendre un examen indépendant de documents déposés dans plusieurs territoires de compétence. Les participants au marché doivent encore payer les frais dans chaque territoire de compétence comme ils le faisaient avant l'adoption du REC.
- Les lois sur les valeurs mobilières ne sont pas uniformes dans l'ensemble des territoires de compétence. Des différences existent, par exemple, quant aux offres sur prospectus, aux dispenses des exigences relatives au prospectus et à l'inscription, aux offres publiques d'achat, à l'information continue et aux pouvoirs d'exécution. Le REC n'empêche pas les participants de devoir se familiariser avec les différentes exigences qui existent d'un bout à l'autre du pays, d'obtenir des conseils à ce sujet et de se conformer aux différents régimes. Des coûts énormes sont associés à cet exercice.

1.3 L'ultime effort pour créer un organisme national de réglementation des valeurs mobilières

A) QUEL EST LE MODÈLE APPROPRIÉ?

Afin d'offrir aux Canadiens des occasions de calibre international de réunir des capitaux et d'investir leurs économies, une transformation profonde de la structure de notre régime de

réglementation sera nécessaire. La consolidation et la mondialisation actuelles des marchés partout dans le monde nous obligent à délaisser les préoccupations provinciales et territoriales et à accorder plus d'attention à l'harmonisation nationale et internationale. Nous croyons que la solution consiste à établir un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières qui sera responsable de tous les marchés financiers du Canada, avec des bureaux régionaux qui pourront traiter les questions régionales. Il est extrêmement important d'accorder la plus haute priorité à cette question dans le programme d'élaboration des politiques de nos gouvernements et de nos organismes de réglementation respectifs.

La plupart des observations présentées au Comité appuient la création d'un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières responsable de tous les marchés financiers du Canada[41]. Par exemple, le Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, l'un des plus importants investisseurs institutionnels du Canada, appuie la création d'un seul organisme de réglementation qui serait chargé d'établir et d'appliquer des normes appropriées à l'échelle du pays :

> Nous abordons le problème de l'harmonisation de la réglementation dans le secteur des valeurs mobilières dans une perspective délibérément candide et nous préférons formuler notre position sans tenir compte des aspects politiques et constitutionnels. Nous convenons, en fait, qu'il n'est pas simple d'arriver à la conclusion « logique » pour le Canada. La solution idéale serait un système national de réglementation des valeurs mobilières. Quels que soient les progrès réalisés en Ontario, si le système est basé sur l'harmonisation et la coopération et que les autres territoires de compétence ont des normes et des capacités d'application inférieures, il en résultera une « course vers la médiocrité ».
>
> Les émetteurs obtiendront le droit de réunir des capitaux dans les marchés financiers assujettis à une réglementation moins rigoureuse et d'inscrire des valeurs à la cote des meilleurs marchés, et finiront ainsi par ternir la réputation du pays. Les provinces doivent reconnaître que le Canada n'est pas considéré comme une destination de choix pour les affaires et les capitaux parce qu'elles refusent de céder une partie de leur pouvoir à un régime de réglementation de première classe qui serait administré et mis en application par un organisme de réglementation de première classe. Le Canada doit uniformiser la réglementation du commerce des valeurs mobilières s'il espère être concurrentiel sur la scène mondiale[42].

Un autre intervenant appuie également la création d'un seul organisme de réglementation :

> Pour ce qui est de l'efficience de notre modèle de réglementation, nous sommes d'avis qu'il y a beaucoup à faire pour diminuer le double emploi et les coûts élevés du système de réglementation provincial qui existe au Canada. Malgré les efforts considérables qui ont été déployés afin d'améliorer l'efficacité de notre système actuel, il n'est tout simplement pas raisonnable de

---

41 Voir les lettres d'observations de Simon Romano, de BMO Nesbitt Burns, de l'Association des banquiers canadiens, de Gowling Lafleur Henderson s.r.l., du sous-comité sur les valeurs mobilières de l'Association du Barreau de l'Ontario, de la Bourse de Toronto, des Certified General Accoutants of Ontario, de l'Association for Investment Management and Research, de l'Association canadienne des conseillers en assurance et en finance, du Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, de l'Institut canadien de relations avec les investisseurs, de PricewaterhouseCoopers s.r.l., de l'Association des conseillers en gestion de portefeuille du Canada, de la Certified General Accountants Association of Canada, de la Banque Royale du Canada et de l'ACCOVAM.

42 Voir la lettre d'observations du Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario.

> soutenir que les multiples organismes de réglementation qui existent au sein des ACVM peuvent être aussi efficaces qu'un organisme de réglementation national[43].

Nous croyons également que l'existence d'un seul régime de réglementation simplifierait considérablement la coopération et la collaboration internationales pour l'Ontario (et pour le Canada). Avec notre régime de réglementation actuel, on ne peut dire qui, s'il en est, représente le Canada.

Le Comité n'émet aucune recommandation sur la marche à suivre pour créer un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières au Canada. Les propositions antérieures pour la création d'un organisme de réglementation fédéral pourraient être revues, en renouvelant les efforts pour éliminer les obstacles qui subsistent[44]. Ou bien, on pourrait créer un organisme supraprovincial auquel les provinces et les territoires délégueraient leur autorité. D'autres modèles pourraient également être proposés au fur et à mesure que le projet évolue.

B) UNE LEÇON DE L'AUSTRALIE

Durant les délibérations du Comité, nous avons examiné avec intérêt une description de l'expérience récente de l'Australie, qui a procédé à la restructuration de la réglementation des valeurs mobilières selon un modèle national. D'un point de départ antérieur à 1970, lorsque les lois sur les sociétés et les valeurs mobilières étaient du ressort des États et des territoires, jusqu'à une série d'initiatives infructueuses visant à harmoniser leur démarche à l'égard de la réglementation des valeurs mobilières, les États et les territoires de l'Australie ont convenu à la fin d'adopter des lois fédérales sur les sociétés et les valeurs mobilières qui mettent à contribution à la fois les pouvoirs des États et des territoires et les pouvoirs du gouvernement fédéral. De là est née l'*Australian Securities Commission* (devenue depuis l'*Australian Securities and Investment Commission)*, un organisme national entièrement responsable de la réglementation des sociétés. L'expérience australienne est décrite à l'annexe G.

Nous avons trouvé l'expérience de l'Australie révélatrice à cause des nombreuses solutions de rechange qui ont été explorées avant que celle-ci n'en arrive à une décision. Les problèmes constitutionnels en Australie sont semblables à ceux auxquels le Canada est confronté, de même que les questions de coopération entre les territoires de compétence. Évidemment, la solution canadienne pourrait bien être différente de la solution australienne. Cependant, nous encourageons tous les paliers de gouvernement canadien et les organismes de réglementation

---

43 Voir la lettre d'observations concernant la Liste des questions de fonds de Torys s.r.l.

44 Jusqu'à ce jour, les provinces ont assumé la compétence à l'égard de la réglementation des valeurs mobilières en vertu de leur pouvoir en matière de biens et de droits civils dans la province. Cependant, au cours des dernières décennies, les activités entourant les valeurs mobilières ont acquis graduellement un caractère plus interprovincial ou national. Par conséquent, le gouvernement fédéral pourrait avoir un chevauchement de compétences dans les questions de réglementation des valeurs mobilières en vertu de son « pouvoir en matière de commerce » ou de son pouvoir général de créer des lois pour « la paix et l'ordre ainsi que le bon gouvernement du Canada ».

dans l'ensemble des territoires de compétence à suivre l'exemple de l'Australie[45]. Nous croyons que l'innovation et les compromis aboutiront à la mise en place d'un système qui permettra aux émetteurs et aux investisseurs canadiens de fonctionner plus efficacement sur le marché mondial.

C) POUR CONTINUER À PROGRESSER ENTRE-TEMPS

Tout en nous employant à établir un seul régime de réglementation des valeurs mobilières au Canada, nous devons poursuivre nos travaux d'harmonisation afin de permettre aux marchés financiers canadiens de bénéficier graduellement des économies découlant de l'harmonisation et de faciliter la transition vers un seul organisme de réglementation.

i) Harmonisation des lois sur les valeurs mobilières

Une harmonisation des lois sur les valeurs mobilières des 13 provinces et territoires canadiens simplifierait considérablement la réglementation des marchés financiers au Canada. Cela représente évidemment une entreprise énorme qui nécessitera des ressources considérables, du temps et de la volonté politique pour, dans un premier temps, harmoniser les lois et, dans un deuxième temps, modifier de façon continue les lois de chaque territoire de compétence d'une manière coordonnée et uniforme. Les ACVM ont entrepris un projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières qui « vise à ce que chaque territoire de compétence au Canada procède rapidement à l'uniformisation des lois et règlements sur les valeurs mobilières »[46] [traduction]. Nous applaudissons ces efforts et encourageons les ACVM à réaliser cette importante initiative sur une base prioritaire. En outre, nous encourageons les ACVM à profiter de cette occasion présentée par le projet d'uniformisation pour envisager également de mettre à jour et de simplifier le système de réglementation actuel au Canada[47]. Nous insistons toutefois sur le fait que nous ne croyons pas que l'élaboration de mesures législatives uniformes sur les valeurs mobilières au Canada devrait se substituer au but primordial de créer un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières. À cet égard, nous sommes d'avis que même si les ACVM réussissent à uniformiser les mesures législatives, cela sera difficile à maintenir dans la pratique. En particulier, notre structure réglementaire actuelle laisse trop d'occasions aux membres individuels des ACVM d'appliquer et d'interpréter différemment une législation uniforme et d'entreprendre de nouvelles initiatives locales après l'adoption de la législation uniforme.

---

45 Plusieurs décisions judiciaires avaient jeté un doute sur la validité constitutionnelle du cadre de réglementation des sociétés de l'Australie. Voir Ian Ramsay, *The Unravelling of Australia's Federal Corporate Law* (http://cclsr.law.unimelb.edu.au/Bulletins/Bulletin0031.htm), pour la discussion complète des cas pertinents. À la suite de ces décisions judiciaires, des mesures législatives ont été introduites récemment en vertu desquelles les États australiens transfèrent leurs pouvoirs constitutionnels relatifs à la réglementation des sociétés et des industries des valeurs mobilières et des contrats à terme sur marchandises au Commonwealth de l'Australie. Voir l'*Australian Securities and Investment Commission Act, 2001* (n° 51, 2001), art. 11.

46 Voir le projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières des ACVM – *Blueprint for Uniform Securities Law for Canada* (2003), 26 OSCB.

47 Les ACVM devraient par exemple prendre en considération certaines des initiatives du projet de déréglementation de la BCSC.

Nous encourageons également la Commission à prendre les devants pour promouvoir l'harmonisation et la coopération au sein des ACVM. Nous notons qu'un observateur a insisté sur le fait que la Commission devrait être particulièrement sensible à la question de l'harmonisation lorsqu'elle exerce son pouvoir d'établissement des règles :

> Nous croyons que les objectifs d'une harmonisation et d'une coopération accrues devraient jouer un rôle plus important dans l'élaboration des règles et des politiques par la Commission. Nous comprenons que la Commission doit préserver sa capacité d'agir dans l'intérêt du public même s'il en résulte une plus grande fragmentation du régime de réglementation des valeurs mobilières canadien, mais nous croyons que ceci devrait être un cas exceptionnel... En l'absence d'un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières, la Commission devrait reconnaître la nécessité d'une réglementation canadienne cohérente et harmonisée lorsqu'elle exerce son pouvoir d'établissement de règles.
>
> Nous proposons qu'en exerçant son pouvoir d'établissement de règles, la Commission devrait :
>
> (i) adopter des règles qui ont pour effet d'accroître le degré d'harmonisation et de coopération;
>
> (ii) déployer tous les efforts nécesssaires pour que la même règle soit adoptée par les autres organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada (dans la mesure où cela est nécessaire);
>
> (iii) éviter d'adopter une règle qui a pour effet de diminuer le degré d'harmonisation ou de coopération, sauf si cette règle est dans l'intérêt du public, peu importe son effet[48].

Nous convenons avec l'observateur que les principes susmentionnés sont importants et qu'ils devraient être pris en compte par la Commission dans son processus d'établissement de règles (voir aussi la discussion au chapitre 7 sur l'établissement des règles et les analyses coûts-avantages). Nous notons, toutefois, que certains observateurs craignaient que l'on accorde trop d'importance à l'harmonisation. Certains croient notamment que l'harmonisation pourrait engendrer une « course vers la médiocrité » pour ce qui est de l'élaboration des politiques et un « déphasage de la réglementation » qui ne permettrait pas de réagir en temps opportun aux changements dans les marchés financiers et d'offrir des recours utiles dans l'intérêt des investisseurs[49]. À ce sujet, un observateur a déclaré :

> Nous recommandons que le rapport final ne s'écarte pas de son but premier de protéger les vastes et importants marchés financiers de l'Ontario en accordant une importance exagérée à l'harmonisation du régime de réglementation de l'Ontario sur une base provinciale pancanadienne. Les initiatives de l'Ontario en matière de réglementation des valeurs mobilières ont tenté par le passé d'atteindre un niveau international basé sur des exigences de principe pour la protection des investisseurs qui favorisent la confiance en l'intégrité des marchés financiers de l'Ontario.
>
> D'abord et avant tout, l'Ontario devrait encore avoir pour objectif de donner l'exemple en matière de réglementation dans l'intérêt de l'industrie des valeurs mobilières et des marchés financiers de

---

48 Voir la lettre d'observations d'Ogilvy Renault.

49 Voir les lettres d'observations de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l. et de l'Association des banquiers canadiens.

> l'Ontario et pour la protection des investisseurs qui négocient des valeurs mobilières en Ontario. L'histoire a montré que l'exemple offert par l'Ontario dans l'établissement de normes pour les marchés financiers a également eu un effet positif au Canada et sur les autres régimes de réglementation provinciaux[50] [traduction].

Nous sommes pleinement conscients des limites de l'harmonisation comme principe d'élaboration des politiques. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, cependant, nous considérons l'harmonisation comme un moyen d'arriver à une fin, qui est en l'occurrence la création d'un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières au Canada.

ii) Délégation et reconnaissance réciproque

Même si les lois sur les valeurs mobilières dans l'ensemble du pays étaient harmonisées, cela n'éliminerait pas le chevauchement administratif dû à l'existence de 13 organismes de réglementation qui administrent et appliquent ces lois. À notre avis, la solution provisoire la plus efficace serait que chaque territoire de compétence entreprenne rapidement de modifier ses lois, et ce, de deux manières. D'abord, les organismes de réglementation des valeurs mobilières devraient être habilités à déléguer leurs pouvoirs à un organisme de réglementation dans un autre territoire de compétence canadien – délaissant notre régime d'examen concerté facultatif actuel au profit d'un véritable régime d'examen concerté. Ceci éviterait au personnel dans chaque territoire de compétence d'effectuer un examen indépendant des documents déposés dans plusieurs territoires de compétence et enlèverait le droit aux territoires de compétence individuels de s'abstenir de participer. Certains ont demandé que le Canada adopte un « système de passeport » selon lequel l'approbation réglementaire par un des membres des ACVM serait reconnue par tous les membres des ACVM. Le pouvoir de délégation conféré par la loi est essentiel pour assurer le fonctionnement efficace d'un système de passeport. Il importe de noter toutefois que l'efficacité d'un modèle de délégation dépendra de la volonté de tous les territoires de compétence des ACVM de promulguer des dispositions similaires pour céder leurs pouvoirs. Concrètement, il sera également essentiel que chaque territoire de compétence des ACVM fasse preuve de retenue et se fie réellement à l'organisme auquel il délègue ses pouvoirs.

Deuxièmement, les lois sur les valeurs mobilières d'un bout à l'autre du pays devraient être modifiées afin de prévoir la « reconnaissance réciproque ». La reconnaissance réciproque repose sur le principe selon lequel les règles du territoire de compétence le plus étroitement lié à une opération ou à un participant au marché (le « territoire de compétence principal ») régissent cette opération ou ce participant, et que les autres territoires de compétence concernés (les « territoires de compétence particuliers ») reconnaissent ces règles et acceptent qu'elles soient appliquées au lieu de leurs propres règles. La reconnaissance réciproque pourrait être particulièrement utile dans un contexte de délégation où les lois de chaque territoire de compétence ne sont pas entièrement uniformes. Cela permettrait notamment d'éviter qu'une commission exerçant un pouvoir qui lui a été délégué par une autre commission soit obligée d'appliquer différentes lois à

---

[50] Voir la lettre d'observations de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l.

une demande d'inscription, à un prospectus ou à une demande de dispense. Le concept de la reconnaissance réciproque forme la base du *Canadian – U.S. Multi-Jurisdictional Disclosure System (« MJDS »)* et sous-tend implicitement d'autres règles qui dispensent les participants de se conformer aux lois canadiennes s'ils se conforment aux lois d'autres pays[51]. Si on considère le fait de se conformer aux lois d'autres pays comme revenant à observer la réglementation canadienne sur les valeurs mobilières, nous croyons que les organismes de réglementation canadiens devraient être capables de mettre de côté leurs différences historiques et leurs préférences régionales pour conclure que lorsque les exigences dans différentes provinces sont semblables (sans être identiques), le fait d'observer les lois en vigueur dans une autre province reviendrait à observer les lois dans leur province ou leur territoire[52].

Nous comprenons qu'il faudra peut-être tenir compte de certaines questions de nature constitutionnelle ou juridique avant la mise en œuvre de la présente proposition. Par exemple, il pourrait être nécessaire de modifier en conséquence les dispositions sur l'immunité afin d'accorder l'immunité contre la responsabilité aux autres organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières et aux employés qui les représentent[53]. Nous encourageons les ACVM à travailler à la mise en œuvre d'un modèle de délégation et de reconnaissance réciproque efficace et à prévoir la délégation et la reconnaissance réciproque dans leur projet d'uniformisation de la législation des valeurs mobilières[54]. Nous encourageons en outre tous les gouvernements provinciaux d'un océan à l'autre à appuyer ces importantes initiatives.

Recommandations :

1. Nous recommandons que les provinces, les territoires et le gouvernement fédéral travaillent ensemble à la création d'un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières responsable de tous les marchés financiers du Canada. À cette fin, nous encourageons fortement le gouvernement de l'Ontario à appuyer activement le Comité de personnes averties qui a été créé récemment par le ministre fédéral des Finances.

---

51 Voir le projet de norme canadienne 71-102 qui porte sur les dispenses en matière d'information continue et autres dispenses en faveur des émetteurs étrangers.

52 Voir comme exemple la règle 41-501 de la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta, *Use of Prospectus Complying with Ontario Securities Commission Requirements*, qui permet aux émetteurs de satisfaire à certaines exigences relatives au prospectus en vertu des lois de l'Alberta sur les valeurs mobilières en se conformant à la règle 41-501 de la CVMO qui porte sur les exigences relatives au prospectus (*General Prospectus Requirements*).

53 La Loi, paragraphe 141(1).

54 Nous soulignons que le projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières des ACVM – *Blueprint for Uniform Securities Laws for Canada* – propose entre autres que les organismes de réglementation des valeurs mobilières soient autorisés à se déléguer entre eux toutes les fonctions réglementaires, sous réserve de certaines restrictions.

une demande d'inscription, à un prospectus ou à une demande de dispense. Le concept de la reconnaissance réciproque forme la base du *Canadian – U.S. Multi-Jurisdictional Disclosure System (« MJDS »)* et sous-tend implicitement d'autres règles qui dispensent les participants de se conformer aux lois canadiennes s'ils se conforment aux lois d'autres pays[51]. Si on considère le fait de se conformer aux lois d'autres pays comme revenant à observer la réglementation canadienne sur les valeurs mobilières, nous croyons que les organismes de réglementation canadiens devraient être capables de mettre de côté leurs différences historiques et leurs préférences régionales pour conclure que lorsque les exigences dans différentes provinces sont semblables (sans être identiques), le fait d'observer les lois en vigueur dans une autre province reviendrait à observer les lois dans leur province ou leur territoire[52].

Nous comprenons qu'il faudra peut-être tenir compte de certaines questions de nature constitutionnelle ou juridique avant la mise en œuvre de la présente proposition. Par exemple, il pourrait être nécessaire de modifier en conséquence les dispositions sur l'immunité afin d'accorder l'immunité contre la responsabilité aux autres organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières et aux employés qui les représentent[53]. Nous encourageons les ACVM à travailler à la mise en œuvre d'un modèle de délégation et de reconnaissance réciproque efficace et à prévoir la délégation et la reconnaissance réciproque dans leur projet d'uniformisation de la législation des valeurs mobilières[54]. Nous encourageons en outre tous les gouvernements provinciaux d'un océan à l'autre à appuyer ces importantes initiatives.

Recommandations :

1. Nous recommandons que les provinces, les territoires et le gouvernement fédéral travaillent ensemble à la création d'un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières responsable de tous les marchés financiers du Canada. À cette fin, nous encourageons fortement le gouvernement de l'Ontario à appuyer activement le Comité de personnes averties qui a été créé récemment par le ministre fédéral des Finances.

---

51 Voir le projet de norme canadienne 71-102 qui porte sur les dispenses en matière d'information continue et autres dispenses en faveur des émetteurs étrangers.

52 Voir comme exemple la règle 41-501 de la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta, *Use of Prospectus Complying with Ontario Securities Commission Requirements*, qui permet aux émetteurs de satisfaire à certaines exigences relatives au prospectus en vertu des lois de l'Alberta sur les valeurs mobilières en se conformant à la règle 41-501 de la CVMO qui porte sur les exigences relatives au prospectus (*General Prospectus Requirements*).

53 La Loi, paragraphe 141(1).

54 Nous soulignons que le projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières des ACVM – *Blueprint for Uniform Securities Laws for Canada* – propose entre autres que les organismes de réglementation des valeurs mobilières soient autorisés à se déléguer entre eux toutes les fonctions réglementaires, sous réserve de certaines restrictions.

2. En attendant, nous recommandons que les organismes de réglementation prennent des mesures afin de simplifier le régime de réglementation actuel au Canada : i) nous recommandons que les organismes de réglementation continuent d'harmoniser la réglementation des valeurs mobilières d'un bout à l'autre du Canada; ii) nous recommandons que les organismes de réglementation soient habilités à déléguer tout pouvoir, devoir, fonction ou responsabilité qui leur est conféré à un autre organisme canadien de réglementation des valeurs mobilières, et que ces organismes prennent l'habitude de se déléguer les pouvoirs entre eux. Nous recommandons par conséquent que la Loi soit modifiée afin de conférer ce pouvoir à la Commission et que les dispositions sur l'immunité soient modifiées en consequence; iii) nous recommandons que toutes les mesures législatives sur les valeurs mobilières canadiennes soient modifiées de façon à inclure une disposition sur la « reconnaissance réciproque », de manière à ce que les règles du territoire de compétence le plus étroitement lié à une opération ou à un participant au marché régissent cette opération ou ce participant et que les autres territoires de compétence concernés reconnaissent ces règles et acceptent qu'elles soient appliquées au lieu de leurs propres règles.

CHAPITRE 2

LA PENSÉE PLANÉTAIRE DANS LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES

La « mondialisation » est bien plus qu'un simple slogan dans le contexte des marchés financiers. De plus en plus, les émetteurs peuvent réunir des capitaux dans les marchés internationaux qui leur offrent les meilleures conditions tandis que les investisseurs peuvent négocier des valeurs dans une gamme de marchés boursiers à l'échelle de la planète.

Le présent chapitre traite de l'incidence de la mondialisation sur les marchés financiers canadiens et propose deux domaines où le Canada devrait prendre les mesures nécessaires pour devenir un participant mondial. On y appuie également la participation de la Commission à l'OICVM (Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières).

2.1 Harmonisation à l'échelle mondiale

La mondialisation des marchés financiers se reflète dans diverses tendances, notamment :

- la multiplication des opérations sur les valeurs mobilières transfrontalières;
- le nombre croissant d'inscriptions de sociétés canadiennes aux bourses étrangères;
- l'apparition de maisons de courtage multinationales qui offrent des services aux entreprises dans des bureaux partout dans le monde;
- l'augmentation des alliances stratégiques et d'autres liens entre les marchés financiers réglementés dans différentes parties du monde[55].

Les émetteurs canadiens se sont tournés en particulier vers le marché américain, soit pour s'inscrire à la cote du NASDAQ ou de la Bourse de New York, pour accéder au marché des valeurs de bonne qualité ou des titres de créance à haut rendement, ou simplement pour accroître leurs capacités de financement. De nombreux émetteurs canadiens sont inscrits à la cote des bourses américaines[56]. L'introduction des MJDS en 1991 a facilité l'accès aux marchés financiers américains pour les émetteurs canadiens assujettis et vice versa.

---

55 Allan Cameron, *The Globalization of the Securities Market* (Seminar on the Globalization of Securities, Allen Allen & Hemsely, 16 août 1999).

56 Au 31 décembre 2002, 212 sociétés inscrites à la Bourse de Toronto étaient également inscrites en bourse aux États-Unis. En l'an 2002, les marchés américains représentaient 52,4 % du volume et 45 % de la valeur des titres intercotés avec la Bourse de Toronto.

2.2 Présentation de l'information financière favorisant l'accessibilité mondiale

A) EXIGENCES ACTUELLES RELATIVES AUX PCGR (PRINCIPES COMPTABLES GÉNÉRALEMENT RECONNUS)

Les lois de l'Ontario sur les valeurs mobilières et les sociétés exigent présentement que les émetteurs assujettis canadiens préparent leurs états financiers conformément aux PCGR canadiens. Les émetteurs assujettis étrangers peuvent appliquer les principes comptables de leur pays d'origine, mais doivent dresser également leurs états financiers conformément aux PCGR canadiens avant de les inclure dans un prospectus[57].

Les émetteurs canadiens qui participent aux marchés financiers américains jugent souvent préférable de soumettre l'information financière conformément aux PCGR américains afin d'aider les investisseurs et les analystes américains à mieux comprendre les résultats financiers de l'émetteur et à les comparer aux résultats d'autres émetteurs qui se conforment aux PCGR américains. Ceci oblige cependant l'émetteur canadien à préparer deux jeux d'états financiers distincts, le premier utilisant les PCGR canadiens pour satisfaire aux exigences des lois canadiennes et l'autre, les PCGR américains. Les émetteurs étrangers qui participent aux marchés financiers canadiens ont le même problème à l'inverse, même s'ils choisissent dans bien des cas de fournir seulement des états financiers conformes aux PCGR canadiens. La préparation de deux jeux d'états financiers ou d'une concordance s'avère un processus fastidieux et coûteux pour l'émetteur.

B) DOCUMENT DE CONSULTATION DES ACVM

Les ACVM ont publié en mars 2001 le Document de consultation 52-401, Présentation de l'information financière sur les marchés financiers canadiens (le « document de consultation sur la présentation de l'information financière »), afin d'obtenir des commentaires[58]. Le document note que « l'accroissement des activités de financement transfrontalières a attiré l'attention sur les obstacles que doivent surmonter les sociétés souhaitant offrir leurs titres ou les inscrire à la cote d'une bourse dans un autre territoire de compétence ». Il souligne aussi que les différences entre les normes comptables représentent l'un de ces obstacles. Les ACVM souhaitaient obtenir des commentaires sur les modifications potentielles des exigences relatives aux normes comptables utilisées pour les états financiers déposés par les émetteurs. Plus particulièrement, les ACVM étudiaient la possibilité d'autoriser les émetteurs assujettis canadiens et étrangers à utiliser les PCGR américains ou les normes comptables internationales (NCI) élaborées par le

---

57 Les émetteurs assujettis étrangers ne sont pas tenus de fournir une concordance pour le dépôt des documents d'information continue en vertu de la *Loi de l'Ontario sur les valeurs mobilières*. Nous comprenons toutefois que cette exigence est souvent imposée comme condition pour obtenir la dispense d'information continue qui est accordée à de nombreuses sociétés étrangères.

58 (2001), 24 OSCB 1678.

Comité international de normalisation de la comptabilité (CINC), qui ont été approuvées récemment par l'OICVM, avec peu ou point de concordance avec les PCGR canadiens[59].

Le document de consultation sur la présentation de l'information financière mettait en lumière certaines questions dont on devrait tenir compte avant de décider d'adopter les NCI ou les PCGR américains pour le dépôt réglementaire de documents au Canada :

- Comparabilité – Il serait difficile pour les investisseurs et les analystes canadiens de comparer les résultats de différentes sociétés si les émetteurs assujettis pouvaient choisir parmi trois séries de normes comptables différentes. Les ACVM ont reconnu, cependant, que le groupe de pairs pour certaines sociétés canadiennes comprend des sociétés étrangères qui ne préparent pas leurs états financiers conformément aux PCGR canadiens.
- Compétence professionnelle – Les comptables canadiens connaissent peu les PCGR américains et n'ont pratiquement pas d'expérience en ce qui concerne les NCI. Des efforts considérables seraient nécessaires pour que les sociétés, les vérificateurs et les organismes de réglementation acquièrent suffisamment de connaissances pour être en mesure d'interpréter et d'appliquer rigoureusement ces normes.
- Autres exigences juridiques – Même si les ACVM autorisaient les sociétés canadiennes à dresser leurs états financiers conformément aux PCGR américains, celles-ci pourraient néanmoins être tenues, en vertu des lois sur les sociétés ou du droit fiscal, de produire des états financiers conformément aux PCGR canadiens. Les avantages potentiels découlant d'une dispense des ACVM seraient pleinement réalisés seulement si on pouvait aussi modifier ces autres exigences.

C) PROJET DE NORME CANADIENNE 51-102, OBLIGATIONS D'INFORMATION CONTINUE

En juin 2002, les ACVM ont publié aux fins de commentaires le projet de norme canadienne 51-102, Obligations d'information continue[60]. La norme canadienne vise à harmoniser les exigences d'information continue d'un bout à l'autre du Canada et s'appliquera à tous les émetteurs, à l'exception des fonds d'investissement, qui sont des émetteurs assujettis dans un ou plusieurs territoires de compétence canadiens. La norme canadienne propose de permettre aux

---

[59] Depuis le début des années 1990, l'OICV s'emploie avec le CINC à élaborer une série de normes comptables que tous les organismes de réglementation pourraient accepter pour les offres transfrontalières. En mai 2000, l'OICV a terminé son analyse de la pertinence de 30 normes comptables élaborées par le CINC. L'OICV a approuvé une résolution recommandant que ses membres permettent l'utilisation des normes du CINC, moyennant l'application de certaines mesures concernant la concordance, la divulgation et l'interprétation, s'il y a lieu, afin de résoudre les principaux points en litige à l'échelle nationale ou régionale. Le Conseil des normes comptables du Canada collabore depuis un certain temps avec d'importants organismes étrangers responsables de l'élaboration des normes afin d'uniformiser les normes comptables. Le but des efforts d'uniformisation est de faire des NCI une seule série de normes comptables acceptées à l'échelle internationale. Le Conseil des normes comptables du Canada s'efforce également d'éliminer les principales différences entre les normes comptables canadiennes et américaines.

[60] (2002), 25 OSCB 3701.

émetteurs inscrits auprès de la SEC[61] de déposer auprès des ACVM des états financiers préparés conformément aux PCGR américains, à condition de fournir une concordance avec les PCGR canadiens, sous réserve d'une période de concordance de deux ans.

D) PROJET DE NORME CANADIENNE 71-102, INFORMATION CONTINUE ET AUTRES DISPENSES RELATIVES AUX ÉMETTEURS ÉTRANGERS

En juin 2002, les ACVM ont publié aux fins de commentaires le projet de norme canadienne 71-102, Information continue et autre dispenses relatives aux émetteurs étrangers. La norme canadienne proposée permet aux émetteurs étrangers admissibles de déposer des états financiers préparés conformément aux NCI, sans fournir de concordance avec les PCGR canadiens[62].

E) LE MOMENT EST VENU DE DÉLAISSER LES PCGR CANADIENS.

Nous partageons les préoccupations exprimées dans le document de consultation sur la présentation de l'information financière selon lesquelles il peut être très difficile de comparer l'information financière soumise par les émetteurs de différents pays étant donné les différentes normes comptables qui s'appliquent présentement aux offres et aux inscriptions transfrontalières. À cet égard, la NC 71-102 envisage précisément de permettre aux émetteurs étrangers admissibles qui sont tenus de déposer des rapports au Canada d'utiliser des états financiers préparés conformément aux NCI, sans fournir de concordance avec les PCGR canadiens. Nous encourageons fortement les organismes de réglementation et les responsables de l'élaboration des normes au Canada à adopter les NCI et nous espérons que le Canada continuera de jouer un rôle dans ce domaine – dans le but éventuel de permettre à la fois aux émetteurs canadiens et étrangers de déposer leurs états financiers conformément aux NCI, sans fournir de concordance avec les PCGR canadiens.

Nous notons que certains observateurs qui ont commenté notre rapport préliminaire croient qu'il reste beaucoup à faire avant que le Canada puisse adopter intégralement les NCI[63]. Par exemple, il n'existe pas actuellement de structure efficace permettant l'application des NCI. Par ailleurs,

---

61 En vertu de la Norme canadienne 51-102, un « émetteur inscrit auprès de la SEC » est un émetteur dont une catégorie de titres est inscrite en vertu de l'article 12 de la Loi de 1934 ou qui est tenu de déposer des rapports en vertu de l'article 15(d) de la Loi de 1934, et qui n'est pas une société d'investissement au sens de *l'Investment Company Act* de 1940 des États-Unis d'Amérique. Les émetteurs qui sont constitués selon les lois du Canada ou d'un territoire du Canada et dont la majorité des actionnaires, des éléments d'actif et des activités sont situés ou administrés au Canada peuvent être admissibles en tant qu'émetteurs inscrits auprès de la SEC. En outre, les émetteurs inscrits auprès de la SEC seront autorisés à déposer des rapports de vérification établis conformément aux normes de vérification généralement reconnues aux États-Unis.

62 Un « émetteur étranger admissible » est un émetteur assujetti, à l'exception d'un fonds d'investissement, qui n'est pas constitué selon les lois du Canada ou d'un territoire du Canada, à moins que plus de 50 p. 100 de ses titres soient détenus au Canada et que soient réunies une ou plusieurs des conditions suivantes : la majorité des membres de la haute direction ou des administrateurs de l'émetteur sont des résidents du Canada, plus de 50 p. 100 des éléments d'actif de l'émetteur sont situés au Canada ou l'activité de l'émetteur est administrée principalement au Canada. (2002), 25 OSCB 3823.

63 Voir les lettres d'observations de PricewaterhouseCoopers s.r.l. et de la Bourse de croissance TSX.

les NCI ne sont pas complètes pour ce qui est des détails concernant l'interprétation et les pratiques. Nous convenons que ce sont là des préoccupations légitimes que les organismes de réglementation canadiens devront prendre en considération avant d'accepter les NCI. Nous croyons que les responsables de l'élaboration des normes au Canada et à l'étranger ont manifesté un engagement renouvelé en vue d'uniformiser les normes nationales en une série de normes universelles sous la direction du Comité international de normalisation de la comptabilité (le « CINC »). Nous considérons l'annonce faite récemment par le U.S. Financial Accounting Standards Board et le CINC d'uniformiser leurs normes respectives d'ici 2005 comme une étape extrêmement positive en vue d'harmoniser les normes comptables internationales et d'accélérer potentiellement l'acceptation des NCI au Canada[64].

Même si nous appuyons activement l'élaboration de normes comptables internationales rigoureuses, nous croyons également qu'une question plus immédiate pour le Canada en ce moment est de déterminer si les émetteurs assujettis (à la fois canadiens et étrangers) devraient être autorisés à préparer leurs états financiers conformément aux PCGR américains sans fournir une concordance avec les PCGR canadiens. À cet égard, nous ne pouvons pas ignorer l'importance considérable d'activités transfrontalières entre le Canada et les États-Unis. Si un émetteur est en concurrence avec d'autres émetteurs qui préparent leurs états financiers conformément aux PCGR américains, les investisseurs (et les émetteurs) risquent d'être défavorisés si les états financiers sont produits conformément aux PCGR canadiens seulement.

Il existe des différences entre les PCGR américains et canadiens. Par exemple, les normes comptables canadiennes sont, de façon générale, moins normatives et moins axées sur les règles que les normes américaines, laissant ainsi plus de place au jugement professionnel. Il existe d'autres disparités importantes à certains égards, notamment pour ce qui est de la comptabilisation des opérations en monnaie étrangère et de la comptabilisation des stocks. Dans certains cas, ces différences peuvent influer considérablement sur la méthode de communication des résultats d'exploitation. Néanmoins, les responsables de l'élaboration des normes canadiennes ont travaillé au fil des ans à réduire les disparités entre les PCGR canadiens et américains[65]. Par conséquent, nous nous demandons si les différences qui subsistent entre les PCGR canadiens et américains sont assez importantes pour empêcher les sociétés canadiennes et étrangères d'utiliser les PCGR américains. De plus, étant donné la familiarité de la communauté

---

64 Communiqué de presse conjoint du FASB/CINC du 29 octobre 2002, « *FASB and IASB Agree to Work Together Toward Convergence on Global Accounting Standards* » (www.iasc.org.uk). En outre, la Commission européenne a publié un projet de règlement qui obligera toutes les sociétés de l'Union européenne inscrites à la cote d'un marché réglementé à utiliser les NCI d'ici 2005 : voir « *Financial Reporting : Commission proposes requirement for listed companies to use International Accounting Standards by 2005* » (http://europa.eu.int/comm/internalmarket/en/company/account/news/ias.htm).

65 Par exemple, les éléments suivants des PCGR américains et canadiens ont été harmonisés ou le seront bientôt : l'état de l'évolution de la situation financière, la méthode de comptabilisation de l'impôt sur le revenu, l'information sectorielle, la comptabilisation des programmes de recherche-développement ainsi que la comptabilisation et la communication de la rémunération par option d'achat d'actions.

financière canadienne avec les PCGR américains, nous ne sommes pas convaincus qu'il soit nécessaire d'insister sur la préparation d'états financiers conformément aux PCGR canadiens dans ces situations dans le but de protéger les investisseurs.

Nous avons reçu un certain nombre d'observations favorables à l'utilisation des PCGR américains pour les états financiers qui doivent être déposés auprès de la Commission[66]. L'ACCOVAM faisait remarquer que les « investisseurs individuels ne seraient pas désavantagés si les sociétés canadiennes préparaient leurs états financiers conformément aux PCGR américains ». Un autre intervenant a déclaré :

> Je souhaiterais que n'importe quelle société puisse réunir des capitaux au Canada et satisfaire à ses obligations d'information en préparant ses documents conformément aux PCGR canadiens, américains ou internationaux, sans être tenue de fournir un rapprochement avec un point de référence canadien. Je crois qu'on doit approuver l'utilisation des PCGR américains, malgré la demande universelle de normes internationales communes, jusqu'à ce que les États-Unis acceptent les normes internationales pour les états financiers de base à l'intérieur des États-Unis. Malgré certaines lacunes, les PCGR américains représentent sans doute l'ensemble le plus complet et le plus raffiné de principes comptables au monde...
>
> La raison principale pour accepter une série de normes ne devrait pas être l'opinion locale quant à ce qui est la « bonne » méthode de comptabilité, mais la reconnaissance du fait que les normes ont été élaborées par un organisme compétent doté des ressources suffisantes et des processus adéquats et qui a bénéficié de l'apport de toutes les parties intéressées, pour lui permettre de créer un produit de haute qualité. Je crois que nous pouvons maintenant faire une telle affirmation au sujet de l'élaboration des normes comptables internationales et américaines.
>
> ...Bien que, comme je l'ai mentionné plus tôt, même un cadre « harmonisé » comporte certaines différences, je ne crois pas que ces différences soient à ce point importantes qu'une concordance soit nécessaire pour aider l'utilisateur à comprendre les états financiers. (J'aime « Joe », le personnage de Molson et, comme lui, je suis Canadien, mais je ne crois pas qu'il faille être « Canadien » au point d'interdire aux gens de lire et d'interpréter les états financiers préparés conformément aux PCGR internationaux et américains sans les comparer aux PCGR canadiens.) Les différences entre les normes canadiennes et les normes américaines ne sont pas assez grandes pour poser un risque indu pour un utilisateur canadien qui se fierait à des états financiers préparés conformément aux normes américaines (en admettant que l'utilisateur devrait être raisonnablement bien informé au départ et qu'il devrait effectivement lire et interpréter les états financiers et les notes). Par ailleurs, comme je l'ai fait remarquer, il est essentiel de se tourner vers les processus ayant servi à l'élaboration des normes, et non pas vers des opinions personnelles ou locales concernant les résultats particuliers[67].

---

66 Voir les lettres d'observations concernant la Liste des questions de fond de KPMG, de Michael Tambosso de PricewaterhouseCoopers, de l'ACCOVAM et de Simon Romano de Strikeman Elliot ainsi que les lettres d'observations concernant le rapport préliminaire de l'Association for Investment Management and Research, du Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, de l'Association des conseillers en gestion de portefeuille du Canada, de la Bourse de Toronto, de l'Association des banquiers canadiens, de PricewaterhouseCoopers s.r.l., des Certified General Accountants of Ontario, de la Banque Royale du Canada et du sous-comité sur les valeurs mobilières de l'Association du Barreau de l'Ontario.

67 Voir la lettre d'observations concernant la Liste des questions de fond de Michael Tambosso de PricewaterhouseCoopers.

Le Comité n'a reçu aucune observation convaincante s'opposant à la proposition de permettre aux sociétés étrangères et canadiennes de préparer leurs états financiers conformément aux PCGR américains[68].

Nous comprenons que l'acceptation des PCGR américains pose certains problèmes de transition importants, notamment le niveau actuel au Canada des compétences professionnelles nécessaires pour appliquer les normes américaines. Cependant, les avantages dont bénéficieront les émetteurs et les investisseurs compenseront largement les efforts à fournir. En même temps, toutefois, les émetteurs canadiens qui décideront de préparer leurs états financiers conformément aux PCGR américains seulement devraient être tenus de fournir leurs états conformément aux PCGR canadiens pendant une période de transition. Ceci permettrait de maintenir un lien avec l'information que les investisseurs canadiens ont l'habitude de recevoir. La durée de la période de transition sera déterminée par les organismes de réglementation, qui devraient se demander si l'absence de concordance pourrait créer des problèmes importants de comparabilité pour les analystes et les investisseurs.

Nous avons reçu quelques lettres d'observations qui suggéraient qu'on devrait continuer à exiger la concordance jusqu'à ce que les PCGR canadiens et américains soient harmonisés ou que les NCI soient adoptées de manière plus officielle au Canada[69]. À cet égard, les observateurs croyaient que le fait de continuer à exiger que les états financiers soient dressés conformément aux PCGR américains et aux PCGR canadiens ne serait pas exagérément coûteux, parce que les différences entre les PCGR canadiens et américains diminuent. Même si nous croyons que la concordance continue est appropriée pour certaines sociétés canadiennes pour les besoins de comparabilité, nous sommes d'avis qu'il est possible d'atteindre ce but au moyen d'une saine gestion et des pressions exercées par le milieu des investisseurs. Nous préférons laisser les forces du marché dicter le « bon » résultat plutôt que d'imposer une concordance continue par le biais de la réglementation.

Enfin, nous reconnaissons que l'affaire Enron a soulevé certains doutes au sujet des PCGR américains. Par exemple, certains observateurs croient que les règles comptables normatives américaines ont engendré une mentalité de « cases à cocher » qui encourage les gens à se

---

68 Un seul observateur s'opposait à l'idée de permettre aux courtiers attitrés non inscrits auprès de la SEC d'utiliser les PCGR américains. Cet observateur craignait que si toutes les sociétés émettrices de valeurs de second rang étaient autorisées à utiliser les PCGR américains, cela entraînerait de nombreuses erreurs et omissions importantes dans la présentation de l'information financière (voir la lettre d'observations de la Bourse de croissance TSX). Nous ne partageons pas cette opinion et nous insistons sur le fait que notre recommandation vise à donner à la fois aux émetteurs canadiens et étrangers (qu'ils soient ou non des courtiers attitrés inscrits auprès de la SEC) la souplesse nécessaire pour communiquer leur information financière en utilisant les PCGR américains. Nous ne recommandons pas que les émetteurs soient tenus de présenter l'information financière conformément aux PCGR américains et nous doutons fortement que les sociétés qui ne se sentent pas compétentes pour préparer leurs états financiers conformément aux PCGR américains choisiront de le faire.

69 Voir les lettres d'observations de la Banque Royale du Canada, de la Certified General Accountant Association of Canada, des Certified General Accountants of Ontario et de l'Institut Canadien des Comptables Agréés.

concentrer sur la conformité technique. Ces questions sont présentement étudiées par divers groupes aux États-Unis et sont suivies de près au Canada[70]. Malgré ces problèmes légitimes, nous croyons qu'il continue d'être important pour les émetteurs canadiens de demeurer au fait des exigences de la réglementation américaine sans faire double emploi aux fins de présentation de l'information financière canadienne. De plus, malgré les récentes faillites de sociétés aux États-Unis, nous continuons d'avoir confiance dans l'ensemble en la rigueur des normes comptables américaines.

Recommandations :

1. Nous encourageons fortement les autorités de réglementation canadiennes et les organismes chargés d'élaborer les normes à se conformer aux normes comptables internationales (NCI) et espérons que le Canada continuera à jouer un rôle de chef de file dans ce domaine – dans le but éventuel d'autoriser les émetteurs nationaux et étrangers à présenter l'information financière en vertu des NCI, sans fournir de concordance avec les principes comptables généralement reconnus (PCGR) en vigueur au Canada.

2. Nous recommandons que la Commission et les ACVM permettent aux sociétés étrangères et canadiennes de préparer leurs états financiers conformément aux PCGR en vigueur aux États-Unis. Les émetteurs qui dressent leurs états financiers conformément aux PCGR américains devraient être tenus de dresser également leurs états conformément aux PCGR canadiens pendant une période de transition. La durée de la période de transition sera déterminée par les organismes de réglementation, qui doivent se demander si des problèmes importants de comparabilité surgiront en l'absence de concordance.

2.3 Règlement selon le système d'inscription en compte et système de détention indirecte

Les mesures législatives au Canada qui portent sur la détention, le transfert et le nantissement des valeurs mobilières et des intérêts dans les titres ont été élaborées à une époque où les valeurs mobilières étaient détenues en vertu de ce qu'on appelle le *« système de détention directe »*. Selon ce système, le propriétaire du titre avait un lien juridique direct avec l'émetteur, c'est-à-dire que le propriétaire était soit inscrit dans le registre de l'émetteur, soit en possession matérielle d'un certificat de valeur mobilière négociable. Pour transférer ou donner en nantissement son intérêt dans le titre, le porteur d'un certificat enregistré devait endosser le certificat, généralement en blanc, à l'acheteur ou au créancier. L'acheteur pouvait, à son tour, remettre le certificat à l'émetteur pour recevoir un nouveau certificat, et l'émetteur modifiait alors ses comptes afin d'inscrire le nouvel acheteur comme porteur du certificat. Dans le cas d'un

---

[70] Par exemple, la *Loi Sarbanes-Oxley de 2002* oblige la SEC à réaliser une étude sur l'adoption d'un concept de présentation des comptes reposant sur des principes, y compris un examen de la faisabilité de l'établissement aux États-Unis d'un système comptable qui reposerait davantage sur des principes ainsi que des méthodes proposées pour atteindre ce but.

concentrer sur la conformité technique. Ces questions sont présentement étudiées par divers groupes aux États-Unis et sont suivies de près au Canada[70]. Malgré ces problèmes légitimes, nous croyons qu'il continue d'être important pour les émetteurs canadiens de demeurer au fait des exigences de la réglementation américaine sans faire double emploi aux fins de présentation de l'information financière canadienne. De plus, malgré les récentes faillites de sociétés aux États-Unis, nous continuons d'avoir confiance dans l'ensemble en la rigueur des normes comptables américaines.

Recommandations :

1. Nous encourageons fortement les autorités de réglementation canadiennes et les organismes chargés d'élaborer les normes à se conformer aux normes comptables internationales (NCI) et espérons que le Canada continuera à jouer un rôle de chef de file dans ce domaine – dans le but éventuel d'autoriser les émetteurs nationaux et étrangers à présenter l'information financière en vertu des NCI, sans fournir de concordance avec les principes comptables généralement reconnus (PCGR) en vigueur au Canada.

2. Nous recommandons que la Commission et les ACVM permettent aux sociétés étrangères et canadiennes de préparer leurs états financiers conformément aux PCGR en vigueur aux États-Unis. Les émetteurs qui dressent leurs états financiers conformément aux PCGR américains devraient être tenus de dresser également leurs états conformément aux PCGR canadiens pendant une période de transition. La durée de la période de transition sera déterminée par les organismes de réglementation, qui doivent se demander si des problèmes importants de comparabilité surgiront en l'absence de concordance.

2.3 Règlement selon le système d'inscription en compte et système de détention indirecte

Les mesures législatives au Canada qui portent sur la détention, le transfert et le nantissement des valeurs mobilières et des intérêts dans les titres ont été élaborées à une époque où les valeurs mobilières étaient détenues en vertu de ce qu'on appelle le *« système de détention directe »*. Selon ce système, le propriétaire du titre avait un lien juridique direct avec l'émetteur, c'est-à-dire que le propriétaire était soit inscrit dans le registre de l'émetteur, soit en possession matérielle d'un certificat de valeur mobilière négociable. Pour transférer ou donner en nantissement son intérêt dans le titre, le porteur d'un certificat enregistré devait endosser le certificat, généralement en blanc, à l'acheteur ou au créancier. L'acheteur pouvait, à son tour, remettre le certificat à l'émetteur pour recevoir un nouveau certificat, et l'émetteur modifiait alors ses comptes afin d'inscrire le nouvel acheteur comme porteur du certificat. Dans le cas d'un

---

[70] Par exemple, la *Loi Sarbanes-Oxley de 2002* oblige la SEC à réaliser une étude sur l'adoption d'un concept de présentation des comptes reposant sur des principes, y compris un examen de la faisabilité de l'établissement aux États-Unis d'un système comptable qui reposerait davantage sur des principes ainsi que des méthodes proposées pour atteindre ce but.

nantissement de valeurs mobilières, soit le créancier conservait le certificat afin d'empêcher le débiteur de vendre ou de donner le titre en nantissement à une autre personne, soit il exigeait que le créancier soit inscrit dans le registre de l'émetteur comme porteur et qu'un nouveau certificat soit établi.

De nos jours, les titres des investisseurs canadiens et étrangers sont détenus la plupart du temps au moyen du « *système de détention indirecte* », parfois nommé également système d'inscription en compte. Selon ce système, le titre n'est pas inscrit au nom de son propriétaire. Au lieu de cela, les intérêts dans les titres des investisseurs sont inscrits dans les comptes d'un intermédiaire – en général un courtier en valeurs mobilières, une banque ou un dépositaire. Les intérêts de l'intermédiaire, à son tour, sont inscrits dans les comptes d'un autre intermédiaire, et ainsi de suite dans la chaîne des intermédiaires jusqu'à ce qu'un intermédiaire – généralement un registre central des valeurs mobilières – soit inscrit dans le registre de l'émetteur ou soit en possession matérielle de certificats de valeurs mobilières négociables.

La plupart des opérations commerciales dans les marchés des valeurs mobilières sont inscrites au moyen d'écritures dans les comptes des valeurs mobilières tenus par ces intermédiaires pour leurs clients. Des problèmes peuvent surgir dans ces opérations quant à la nature de la participation dans le titre acquis ou la validité du transfert ou du nantissement. Si l'acheteur ou le créancier ne sait pas exactement quelles lois s'appliquent à l'opération, ou si ces lois reconnaissent clairement et indubitablement son intérêt dans le titre, il attribuera un risque juridique à l'opération. Ce risque juridique pourrait accroître les coûts de l'opération ou, si le risque juridique est jugé inacceptable, inciter les participants au marché à éviter carrément le territoire de compétence. De plus, le manque d'harmonisation des règles juridiques de fond et les conflits de lois peuvent ralentir et parfois même empêcher le transfert ou le nantissement de titres détenus indirectement d'un territoire de compétence à un autre.

Il est nécessaire de créer un cadre de législation sur les biens commerciaux harmonisé à l'échelle nationale (et éventuellement à l'échelle mondiale) afin de surveiller la détention, le transfert et le nantissement des valeurs mobilières et des intérêts dans ces titres. Des mesures dans ce sens ont été prises dans de nombreux pays, y compris aux États-Unis. Dans ce pays, l'article 8 du *Uniform Commercial Code (« UCC »)*, qui régit le transfert et le nantissement des valeurs mobilières, a été révisé en 1994 afin d'inclure les titres détenus au moyen du système de détention indirecte ainsi que les titres avec et sans certificat détenus dans le système de détention directe. Aucune modification de ce genre n'a été apportée aux lois en Ontario[71] ou ailleurs au Canada. Ceci crée un flou juridique, particulièrement pour ceux qui effectuent des opérations sur valeurs mobilières et des opérations de nantissement transfrontalières sur le marché canadien. De plus, cela les désavantage sur le plan concurrentiel par rapport à leurs homologues des États-

---

[71] Les mesures législatives pertinentes sont la *Loi sur les sociétés par actions*, L.R.O. 1990, c. B-16, et la *Loi sur les sûretés mobilières*, L.R.O. 1990, c. P-10.

Unis, des pays de l'Union européenne et de certains autres pays qui ont remanié, ou qui s'emploient à remanier, leur droit substantiel et leurs règles sur les conflits de lois dans ce domaine du droit[72].

Après la promulgation de l'article 8 révisé du UCC, la Conférence pour l'harmonisation des lois au Canada a mis sur pied un comité chargé d'étudier la question de la réforme du droit au Canada. Le comité a proposé l'adoption d'une loi provinciale uniforme qui régirait le transfert des valeurs mobilières au Canada et qui s'inspirerait largement de l'article 8 révisé du UCC. Ce projet est en cours depuis un certain nombre d'années au Canada. Au cours des dernières années, un groupe de travail des ACVM s'est joint à ce projet et coordonne la rédaction de la loi proposée avec l'aide d'un consortium de conseillers législatifs des provinces[73]. Il est évident qu'une mise à jour des mesures législatives est nécessaire. Les lois canadiennes dans ce domaine sont actuellement déphasées par rapport aux lois américaines et à celles de certains autres pays. Le fondement juridique pour la détention, le transfert et le nantissement des valeurs mobilières est d'importance primordiale pour le processus de compensation et de règlement et est essentiel au maintien des marchés financiers efficaces et sûrs.

Recommandation :

Nous encourageons fortement la Commission et les ACVM à continuer d'élaborer des mesures législatives sur les valeurs mobilières modelées sur l'article 8 révisé du *Uniform Commercial Code* américain et exhortons les pouvoirs publics au Canada à faire en sorte que de telles mesures législatives soient adoptées de manière uniforme et le plus rapidement possible dans tout le pays.

---

72 Le problème des conflits de lois pour le système de détention indirecte fait présentement l'objet de discussions internationales dans le cadre de la *Conférence de la Haye de Droit International Privé*, qui s'emploie à élaborer une clause de compétence législative multilatérale. Les ACVM participent à ce projet par le biais du ministère fédéral de la Justice, dans le cadre d'une délégation canadienne qui assiste à la Conférence de la Haye, et par l'intermédiaire de l'OICVM, qui participe au projet à titre d'observateur intéressé.

73 Le Comité a appris que le groupe de travail avait diffusé aux fins de commentaires en juin 2002, à un nombre limité de gouvernements et d'autres intervenants clés, un avant-projet de loi sur le transfert des valeurs mobilières ainsi que des ébauches de modifications conformes aux lois sur les sûretés mobilières de l'Ontario et de l'Alberta . Les intervenants comprenaient le groupe de travail « PPSA » de la Conférence pour l'harmonisation des lois au Canada et la Conférence canadienne sur la loi sur les sûretés mobilières. À l'étape suivante, le groupe de travail publiera aux fins de consultation, dans les bulletins des commissions des valeurs mobilières provinciales, un avant-projet de loi sur le transfert des valeurs mobilières ainsi que des modifications corrélatives aux lois sur les sûretés mobilières et aux lois provinciales sur les sociétés par actions, des éléments d'explication approfondis et une déclaration de principes des ACVM. Ces documents devraient être publiés vers le milieu de 2003.

2.4 Participation à l'OICVM

Les organismes de réglementation de différents pays ont cherché à harmoniser leur démarche à l'égard de la réglementation par l'entremise de l'OICVM[74]. Créée en 1975, l'OICVM encourage la coopération parmi ses membres en discutant de questions telles que les politiques de réglementation des marchés et l'élaboration de normes internationales pour la réglementation des valeurs mobilières. La Commission participe activement à l'OICVM depuis un certain nombre d'années.

L'OICVM a mené à terme ou dirige présentement divers projets, notamment :

- l'élaboration d'un protocole d'entente multilatéral à l'intention des organismes de réglementation des valeurs mobilières concernant le partage de l'information et la coopération à l'égard des questions liées à l'exécution de la loi;
- l'élaboration d'énoncés de principes pour aider les organismes de réglementation des valeurs mobilières à traiter des questions importantes nécessaires pour la surveillance des vérificateurs;
- l'élaboration de recommandations pour les systèmes de règlement des valeurs mobilières visant à promouvoir la mise en œuvre de mesures susceptibles d'améliorer la stabilité financière internationale, de réduire les risques, d'accroître l'efficacité et de procurer des mécanismes de protection adéquats aux investisseurs;
- l'élaboration de normes de divulgation pour les offres publiques initiales et l'inscription en bourse de titres de participation transfrontalières.

L'OICVM n'est pas un organisme de réglementation international et elle n'est pas habilitée à adopter et à mettre en œuvre des principes réglementaires internationaux contraignants. Même si la création d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières véritablement international est un concept attrayant étant donné la nature des marchés financiers actuels, nous croyons que la démarche pratique pour faire face à la mondialisation consiste à augmenter le niveau de collaboration et de coopération entre les organismes de réglementation des différents pays.

Recommandation :

Nous encourageons la Commission à continuer de participer de manière permanente aux initiatives de l'Organisation internationale des commissions des valeurs mobilières (OICVM) et l'exhortons à modifier ses règles, en temps voulu, afin de mettre en œuvre les normes internationales émanant de l'OICVM.

---

[74] L'OICVM est une association mondiale d'organismes qui sont responsables de la réglementation des valeurs mobilières et de l'administration des lois sur les valeurs mobilières. L'OICVM a pour but de favoriser la coopération entre ses membres, de promouvoir des normes élevées en matière de réglementation des valeurs, de faciliter l'échange d'information et d'encourager l'établissement de normes et une surveillance efficace des opérations internationales sur les valeurs mobilières. Pour obtenir un complément d'information, visitez le site de l'OICVM à l'adresse www.iosco.org.

Unis, des pays de l'Union européenne et de certains autres pays qui ont remanié, ou qui s'emploient à remanier, leur droit substantiel et leurs règles sur les conflits de lois dans ce domaine du droit[72].

Après la promulgation de l'article 8 révisé du UCC, la Conférence pour l'harmonisation des lois au Canada a mis sur pied un comité chargé d'étudier la question de la réforme du droit au Canada. Le comité a proposé l'adoption d'une loi provinciale uniforme qui régirait le transfert des valeurs mobilières au Canada et qui s'inspirerait largement de l'article 8 révisé du UCC. Ce projet est en cours depuis un certain nombre d'années au Canada. Au cours des dernières années, un groupe de travail des ACVM s'est joint à ce projet et coordonne la rédaction de la loi proposée avec l'aide d'un consortium de conseillers législatifs des provinces[73]. Il est évident qu'une mise à jour des mesures législatives est nécessaire. Les lois canadiennes dans ce domaine sont actuellement déphasées par rapport aux lois américaines et à celles de certains autres pays. Le fondement juridique pour la détention, le transfert et le nantissement des valeurs mobilières est d'importance primordiale pour le processus de compensation et de règlement et est essentiel au maintien des marchés financiers efficaces et sûrs.

Recommandation :

Nous encourageons fortement la Commission et les ACVM à continuer d'élaborer des mesures législatives sur les valeurs mobilières modelées sur l'article 8 révisé du *Uniform Commercial Code* américain et exhortons les pouvoirs publics au Canada à faire en sorte que de telles mesures législatives soient adoptées de manière uniforme et le plus rapidement possible dans tout le pays.

---

[72] Le problème des conflits de lois pour le système de détention indirecte fait présentement l'objet de discussions internationales dans le cadre de la *Conférence de la Haye de Droit International Privé*, qui s'emploie à élaborer une clause de compétence législative multilatérale. Les ACVM participent à ce projet par le biais du ministère fédéral de la Justice, dans le cadre d'une délégation canadienne qui assiste à la Conférence de la Haye, et par l'intermédiaire de l'OICVM, qui participe au projet à titre d'observateur intéressé.

[73] Le Comité a appris que le groupe de travail avait diffusé aux fins de commentaires en juin 2002, à un nombre limité de gouvernements et d'autres intervenants clés, un avant-projet de loi sur le transfert des valeurs mobilières ainsi que des ébauches de modifications conformes aux lois sur les sûretés mobilières de l'Ontario et de l'Alberta . Les intervenants comprenaient le groupe de travail « PPSA » de la Conférence pour l'harmonisation des lois au Canada et la Conférence canadienne sur la loi sur les sûretés mobilières. À l'étape suivante, le groupe de travail publiera aux fins de consultation, dans les bulletins des commissions des valeurs mobilières provinciales, un avant-projet de loi sur le transfert des valeurs mobilières ainsi que des modifications corrélatives aux lois sur les sûretés mobilières et aux lois provinciales sur les sociétés par actions, des éléments d'explication approfondis et une déclaration de principes des ACVM. Ces documents devraient être publiés vers le milieu de 2003.

2.4 Participation à l'OICVM

Les organismes de réglementation de différents pays ont cherché à harmoniser leur démarche à l'égard de la réglementation par l'entremise de l'OICVM[74]. Créée en 1975, l'OICVM encourage la coopération parmi ses membres en discutant de questions telles que les politiques de réglementation des marchés et l'élaboration de normes internationales pour la réglementation des valeurs mobilières. La Commission participe activement à l'OICVM depuis un certain nombre d'années.

L'OICVM a mené à terme ou dirige présentement divers projets, notamment :

- l'élaboration d'un protocole d'entente multilatéral à l'intention des organismes de réglementation des valeurs mobilières concernant le partage de l'information et la coopération à l'égard des questions liées à l'exécution de la loi;
- l'élaboration d'énoncés de principes pour aider les organismes de réglementation des valeurs mobilières à traiter des questions importantes nécessaires pour la surveillance des vérificateurs;
- l'élaboration de recommandations pour les systèmes de règlement des valeurs mobilières visant à promouvoir la mise en œuvre de mesures susceptibles d'améliorer la stabilité financière internationale, de réduire les risques, d'accroître l'efficacité et de procurer des mécanismes de protection adéquats aux investisseurs;
- l'élaboration de normes de divulgation pour les offres publiques initiales et l'inscription en bourse de titres de participation transfrontalières.

L'OICVM n'est pas un organisme de réglementation international et elle n'est pas habilitée à adopter et à mettre en œuvre des principes réglementaires internationaux contraignants. Même si la création d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières véritablement international est un concept attrayant étant donné la nature des marchés financiers actuels, nous croyons que la démarche pratique pour faire face à la mondialisation consiste à augmenter le niveau de collaboration et de coopération entre les organismes de réglementation des différents pays.

Recommandation :

Nous encourageons la Commission à continuer de participer de manière permanente aux initiatives de l'Organisation internationale des commissions des valeurs mobilières (OICVM) et l'exhortons à modifier ses règles, en temps voulu, afin de mettre en œuvre les normes internationales émanant de l'OICVM.

---

[74] L'OICVM est une association mondiale d'organismes qui sont responsables de la réglementation des valeurs mobilières et de l'administration des lois sur les valeurs mobilières. L'OICVM a pour but de favoriser la coopération entre ses membres, de promouvoir des normes élevées en matière de réglementation des valeurs, de faciliter l'échange d'information et d'encourager l'établissement de normes et une surveillance efficace des opérations internationales sur les valeurs mobilières. Pour obtenir un complément d'information, visitez le site de l'OICVM à l'adresse www.iosco.org.

CHAPITRE 3

LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES EST SEULEMENT UN ASPECT DE LA SITUATION DES MARCHÉS FINANCIERS

3.1 Historique de la réglementation des marchés financiers au Canada

Jusqu'en 1987, la réglementation des marchés financiers au Canada reposait sur la structure des « quatre piliers » du secteur financier. Les institutions qui composaient chaque pilier avaient le droit exclusif de fournir un service financier de base. Ainsi, les banques accordaient des prêts et acceptaient les dépôts, les assureurs souscrivaient et vendaient de l'assurance, les sociétés de fiducie offraient des services d'administration de patrimoine et de fiducie et accordaient des prêts hypothécaires. Quant aux maisons de courtage en valeurs mobilières, elles souscrivaient les nouvelles émissions de valeurs et vendaient des valeurs au public[75]. Il y avait peu de chevauchements entre les produits et services, et chaque secteur était régi par ses propres lois et par son propre organisme de réglementation.

Les règles séparant les quatre piliers ont été éliminées en 1987[76] et chacun des quatre types de fournisseurs a commencé à offrir des produits et des services dans les secteurs dont ils étaient auparavant exclus. Malgré ce changement, chaque sorte d'institution (et les produits et valeurs qu'elle offre) continue d'être régie par sa propre loi. Par conséquent, des activités et des produits similaires sont assujettis à une réglementation différente selon la nature de l'institution financière qui offre le produit ou le service.

Par exemple, les fonds communs de placement et les fonds distincts sont fonctionnellement équivalents aux yeux de l'investisseur. Chacun est une caisse en gestion commune qui est investie dans une gamme d'instruments, y compris les titres de créance et les actions. Les unités ou les parts des fonds communs de placement sont des valeurs et sont par conséquent assujetties à la réglementation des valeurs mobilières. Elles sont soumises à des règles très détaillées concernant leur structure et leur organisation, l'information sur le produit qui doit être fournie aux acheteurs et approuvée au préalable par les organismes de réglementation des valeurs mobilières, les conflits d'intérêts pour les gestionnaires des portefeuilles de fonds communs de placement et les frais qui doivent être divulgués aux acheteurs. Les fonds distincts, d'autre part,

---

75 David A. Brown, c.r., *After MacKay : Re-aligning Financial Services Regulation. A Framework for Market Regulation in Canada* (remarques faites au cours de la superconférence sur les valeurs mobilières, 24 février 1999).

76 L'Accord Hockin-Kwinter du 28 avril 1987 entre le ministre des Finances du Canada et le ministre des Institutions financières de l'Ontario a introduit un nouveau régime pour la réglementation des institutions financières fédérales (banques, sociétés de fiducie et de prêt fédérales, et compagnies d'assurances fédérales) et de leurs filiales et sociétés affiliées.

s'apparentent à des contrats d'assurance et ne sont pas considérés comme des « valeurs » aux fins de l'application de la Loi. Ils sont plutôt soumis aux exigences de la *Loi sur les assurances*[77] et ne sont pas assujettis au même type de réglementation que les fonds communs de placement pour ce qui est de l'obligation d'information, des conflits d'intérêts, des pratiques de vente et des frais. Un investisseur individuel peut donc acheter à la fois des fonds communs de placement et des fonds distincts et, malgré la similitude des produits, obtenir différents types de protection.

La réglementation des gestionnaires de portefeuille est un autre exemple. Ceux-ci achètent et vendent des valeurs mobilières pour leurs clients sur une base discrétionnaire. Leurs clients sont des caisses de retraite, des successions, des fonds communs de placement, des fonds distincts et des clients privés. Même si leur fonction est la même pour tous les types de clients, les normes et les exigences qui leur sont imposées varient considérablement selon l'endroit où ils travaillent. Le gestionnaire de portefeuille qui obtient son permis auprès d'une commission des valeurs mobilières doit satisfaire à des normes beaucoup plus élevées en matière de formation générale et d'expérience que les autres catégories de professionnels régies par les lois sur les valeurs mobilières. En revanche, les employés des sociétés de fiducie qui prennent des décisions de placement pour des successions et les administrateurs de caisses de retraite qui investissent les fonds de pension ne sont soumis à aucune norme de compétence en vertu des lois fédérales ou provinciales sur les institutions ou les pensions. Les règles conçues pour protéger les clients contre les conflits d'intérêts dans les décisions d'investissement du gestionnaire de portefeuille et celles qui régissent le comportement du gestionnaire de portefeuille sur le marché (telles que l'interdiction visant les opérations en avance sur le marché) varient considérablement selon que le gestionnaire de portefeuille est inscrit en vertu des lois sur les valeurs mobilières ou est régi par les lois sur les fiducies ou les pensions[78].

Enfin, une grande incertitude entoure la réglementation de la négociation des valeurs mobilières par les régimes de retraite. Au Canada, on délaisse graduellement les régimes à prestations déterminées (selon lesquels l'employeur a la responsabilité d'administrer le régime, d'investir les actifs et de verser les prestations mensuelles aux retraités admissibles) au profit des régimes à cotisations déterminées (CD) ou des régimes enregistrés d'épargne-retraite (REER) collectifs. Dans le cadre de certains régimes CD et de REER collectifs, l'employé détermine comment sa part des actifs du régime sera investie, en choisissant parmi une gamme de placements offerts par le promoteur du régime. C'est l'employé qui assume le risque de sa décision de placement et de la valeur éventuelle de sa rente de retraite.

Les lois sur les valeurs mobilières prévoient actuellement que les valeurs peuvent être vendues à un régime de retraite sans être conformes aux dispositions relatives au prospectus et à

---

77 L.R.O. 1990, c. I.8.

78 *A Framework for Market Regulation in Canada – A Concept Paper Prepared for the Canadian Securities Administrators* (1999), 22 OSCB 1290.

l'enregistrement dans la Loi si elles sont vendues par un intermédiaire financier directement au régime ou à son promoteur, sans communication ou divulgation aux employés[79]. Cette dispense était peut-être justifiée pour les régimes de retraite à prestations déterminées où l'administrateur du régime avait souvent recours à des experts financiers compétents pour gérer les investissements du régime et où l'employé ne prenait pas de décisions de placement. On considérait dans ce cas que la protection offerte par la Loi n'était pas vraiment nécessaire. Cependant, le Comité croit que la démarche en matière de réglementation des régimes CD et des REER collectifs devrait être revue afin de s'assurer que les employés qui prennent leurs propres décisions de placement reçoivent l'information adéquate et qu'ils soient protégés en tant qu'investisseurs.

3.2 Les mesures prises actuellement par les organismes de réglementation – La réglementation fonctionnelle

A) CONTEXTE

Le 24 février 1999, les ACVM ont diffusé un document de conception intitulé « A Framework for Market Regulation in Canada » (le « document de conception »)[80]. Il s'ouvre sur un examen du fondement historique de la réglementation au Canada et un aperçu des disparités qui sont apparues à cause du maintien de la nature institutionnelle de la réglementation au Canada. Le document de conception préconisait l'adoption d'un « mode de réglementation fonctionnelle » :

> Il est clair que le cadre [de la réglementation] devrait être mieux défini et que tous les ordres de gouvernement devraient poursuivre leurs initiatives en vue d'éliminer le double emploi et les chevauchements dans le système de réglementation. Cependant, la nature et l'étendue des disparités dans le système mènent à la conclusion que des améliorations graduelles ne sont pas suffisantes. Le moment est venu d'appliquer un traitement réglementaire plus uniforme des services et des produits financiers similaires, peu importe la forme que revêtent ces produits et services ou la nature de l'institution qui les offre. Au Canada, il serait possible d'établir un cadre réglementaire plus efficace pour l'industrie des services financiers en adoptant un mode de réglementation fonctionnelle selon lequel on attribue les responsabilités aux organismes de réglementation en fonction de paramètres objectifs, qui se répartissent normalement entre la réglementation prudentielle et la réglementation des marchés (ou la protection des consommateurs)[81].

La réglementation fonctionnelle est axée sur les activités et les produits particuliers plutôt que sur la nature des institutions qui exercent ces activités ou qui offrent ces produits ou services. Les produits et les services similaires ou fonctionnellement équivalents sont assujettis à la même réglementation, même s'ils sont fournis par des entités fort différentes[82]. Le document de conception aurait attribué la responsabilité de la réglementation de l'ensemble des fournisseurs

---

79 Règle 32-502 de la CVMO, *Registration Exemption for Certain Trades by Financial Intermediaries*.

80 *Ci-dessus*, note 78 à 1299.

81 *Ci-dessus*, note 78 à 1292.

82 *Ci-dessus*, note 78 à 1301.

de services financiers aux provinces et aux territoires. Les organismes de réglementation provinciaux seraient responsables de la surveillance de la conduite et de l'intégrité des marchés ainsi que de la protection des consommateurs, notamment :

- des programmes de protection des consommateurs applicables à toutes les institutions financières;
- des règles d'intégrité des marchés régissant la conduite de tous les participants aux marchés des valeurs mobilières;
- de la réglementation des valeurs mobilières, des produits dérivés et des contrats à terme sur marchandises;
- de la surveillance des organismes d'autoréglementation (OAR) du secteur.

B) INITIATIVES PROVINCIALES

Le 8 septembre 2000, le ministre des Finances a publié un document de consultation intitulé « Améliorer la réglementation des services financiers : Établir un organisme de réglementation unique – Document de consultation »[83]. Il proposait entre autres la fusion de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et de la Commission des services financiers de l'Ontario. Cette fusion donnerait naissance à une forme de réglementation fonctionnelle comme celle qui est proposée par les ACVM dans le document de conception précité. L'entité fusionnée – la Commission des services financiers de l'Ontario – serait responsable de la réglementation des secteurs des valeurs mobilières, des régimes de retraite, des assurances et autres services financiers en Ontario et établirait des règles de jeu équitables pour ce qui est de l'information à fournir, des normes de compétence, de la conduite et de l'intégrité des marchés pour les participants à ces marchés en Ontario[84].

Le 11 décembre 2002, le gouvernement du Québec a adopté le projet de loi 107 qui consolidera la réglementation des services financiers dans la province sous les auspices d'une nouvelle super-agence, l'Agence d'encadrement du secteur financier du Québec. La nouvelle agence remplacera cinq agences provinciales, y compris la Commission des valeurs mobilières du Québec, qui encadrent présentement tous les aspects du secteur financier de la province, y compris les produits d'assurance, les valeurs mobilières, les fonds communs de placement et l'épargne-retraite.

---

83 Ontario, ministère des Finances à http://www.gov.on.ca/FIN/english/pubseng.htm.

84 En avril 2001, le ministère des Finances a publié aux fins de commentaires un document de consultation préliminaire sur les lois relatives à la fusion proposée. Les commentaires étaient attendus pour le 29 juin 2001. Au même moment, il convient de noter que la CSFO délaisse progressivement la réglementation prudentielle des compagnies d'assurances en Ontario. À compter du 1er juillet 2004, toutes les sociétés de prêt et de fiducie qui souhaitent exercer leurs activités en Ontario devront être constituées en vertu d'une charte fédérale et seront assujetties à la réglementation du BSIF sur la solvabilité, au niveau fédéral. (Voir la *Loi mettant en œuvre les mesures mentionnées dans le budget de 2001 et modifiant diverses lois*, L.O. 2001, c.8, art. 75.)

Le 10 juillet 2002, le gouvernement de la Saskatchewan a adopté la *Saskatchewan Financial Services Commission Act*. Cette loi a créé la Saskatchewan Financial Services Commission le 1er février 2003, qui incorpore les trois principaux organismes de réglementation des services financiers dans la province : la Commission des valeurs mobilières de la Saskatchewan, la section des institutions financières de la direction de la protection des consommateurs et la direction des régimes de retraite du ministère de la Justice de la Saskatchewan.

C) FORUM CONJOINT DES AUTORITÉS DE RÉGLEMENTATION DU MARCHÉ FINANCIER

Les ACVM, le Conseil canadien des responsables de la réglementation d'assurance (CCRRA) et l'Association canadienne des organismes de contrôle des régimes de retraite ont établi le « Forum conjoint des autorités de réglementation du marché financier » (le « Forum conjoint »). Ce forum national regroupe les organismes responsables de la réglementation des régimes de retraite, des valeurs mobilières et des assurances et a été établi afin de discuter de questions communes découlant de l'intégration progressive du secteur des services financiers. Dans son bulletin de l'automne 2000, le Forum conjoint soulignait son intention de mettre l'accent sur l'harmonisation de la réglementation dans les secteurs suivants :

- normes de compétence pour les planificateurs financiers;
- contrats individuels d'assurance variable [fonds distincts] et fonds communs de placement;
- information à fournir sur les placements des régimes de capitalisation (p. ex., régimes à cotisations déterminées, REER collectifs, régimes de participation différée aux bénéfices);
- compétence des intermédiaires et délivrance de permis.

Le 27 avril 2001, le Forum conjoint a publié aux fins de commentaires un document de consultation qui propose des principes réglementaires généraux concernant l'information à fournir et d'autres mécanismes de protection réglementaire pour les régimes de capitalisation.

D) TENDANCES INTERNATIONALES VERS LA RÉGLEMENTATION FONCTIONNELLE

Enfin, sur le plan international, le Comité note que, en 1999, toutes les institutions financières de l'Australie ont été regroupées sous la surveillance de trois organismes de réglementation : l'Australian Securities and Investments Commission (qui réglemente les pratiques commerciales des membres des secteurs des valeurs mobilières, des services bancaires, des assurances et des régimes de retraite), l'Australian Prudential Regulation Authority et la Reserve Bank of Australia. Dans l'intervalle, au Royaume-Uni, la FSA est devenue le seul organisme responsable de la réglementation de l'industrie des services financiers.

3.3 La prochaine étape – L'harmonisation de la réglementation fonctionnelle

Selon le Comité, le modèle de réglementation idéal au Canada serait celui de la « réglementation fonctionnelle harmonisée ». Cette formule combine l'harmonisation de la réglementation des valeurs mobilières d'un bout à l'autre du pays, comme on le recommande au chapitre 1, et la réglementation fonctionnelle examinée ci-dessus. Cependant, même si l'harmonisation du système de réglementation des valeurs mobilières créera une démarche rationalisée à l'égard de la réglementation de l'industrie des valeurs mobilières au Canada, cela n'éliminera pas les disparités actuelles mentionnées ci-dessus dans la réglementation des produits et des services fonctionnellement similaires. Il est donc également souhaitable, à notre avis, de continuer à harmoniser la réglementation fonctionnelle à l'échelle nationale une fois qu'un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières aura été créé. Ceci aurait pour effet que tous les produits, services et activités dans le secteur des services financiers seraient soumis à la même réglementation d'un bout à l'autre du pays, peu importe l'entité qui offre le produit ou le service ou qui exerce l'activité en question.

Dans notre rapport préliminaire, nous avons proposé un modèle de réglementation fonctionnelle harmonisée selon lequel la réglementation ferait la distinction entre la conduite des marchés et les produits, d'une part, et les questions relatives aux règles de prudence, d'autre part. Les activités sur les marchés seraient régies par un organisme de réglementation de la conduite des marchés et par un organisme de réglementation des règles de prudence. Tous les produits et services, ainsi que les pratiques et comportements de ceux qui les créent et les vendent, seraient assujettis à un organisme de réglementation de la conduite des marchés. Cet organisme pourrait continuer de se fier aux OAR reconnus, s'il y a lieu[85]. Toutes les questions de solvabilité financière des institutions relèveraient de la compétence d'un organisme de réglementation des règles de prudence. Voilà le modèle qui a été adopté en Australie. On peut le comparer au modèle institué au Royaume-Uni qui, pour sa part, réunit la réglementation des marchés et la réglementation prudentielle sous les auspices d'un seul organisme de réglementation, soit la FSA.

Nous avons reçu un certain nombre de commentaires concernant notre recommandation d'adopter un système de réglementation fonctionnelle harmonisée[86]. Certains observateurs étaient d'avis que l'harmonisation de la réglementation fonctionnelle était un objectif louable, mais que

---

[85] Dans la mesure où un organisme de réglementation des règles de prudence et un OAR seraient responsables de la réglementation des questions de solvabilité financière d'un participant, nous espérons que l'organisme et l'OAR coordonneraient leurs activités afin de s'assurer qu'il n'y a pas de chevauchements ou d'incohérence dans la réglementation.

[86] Voir les lettres d'observations du Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, de l'Association des conseillers en gestion de portefeuille du Canada, de la Banque de Montréal, de l'Association des banquiers canadiens, de la Banque Royale du Canada et de l'ACCOVAM.

cela serait possible seulement après avoir mis en place un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières.

D'autres observateurs ont discuté de notre modèle qui proposait de créer un organisme de réglementation de la conduite des marchés et un organisme de réglementation des règles de prudence. Le Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario convenait qu'il était nécessaire de distinguer entre la conduite des marchés, d'une part, et les règles de prudence, d'autre part, mais faisait remarquer que « dans les deux cas, on devrait opter pour l'unification de chacun des groupes de réglementation » [traduction].

L'ACCOVAM avait une opinion très différente quant à la possibilité de conférer la responsabilité des deux fonctions réglementaires à deux organismes distincts :

> Il convient de noter que même si bon nombre des recommandations du Comité ont pour but d'uniformiser les structures réglementaires, le Comité recommande la fragmentation de la réglementation de la conduite des marchés et de la réglementation des questions de solvabilité financière. En sa qualité d'organisme de réglementation national qui régit la conduite des marchés et les questions de solvabilité financière, l'ACCOVAM possède une perspective unique de cette question. Nous avons appris par expérience que l'inconduite sur le marché est parfois associée à la détérioration de la santé financière d'une société. Les examens de la conduite des marchés et de la solvabilité financière sont une source importante de données d'évaluation du risque qui sont une condition préalable essentielle aux actes de réglementation prudentielle et préventive. En outre, il est intéressant de noter que le NASDR et la Bourse de New York régissent à la fois la conduite des marchés et les questions de solvabilité financière et qu'ils ne font pas de distinction organisationnelle entre les deux fonctions. Nous croyons, d'après notre expérience, que la réglementation de la conduite des marchés et des questions de solvabilité financière est plus efficace si elle est intégrée [traduction].

Nous savons que, dans la pratique, il existe rarement une distinction claire entre la réglementation de la conduite des marchés et la réglementation des règles de prudence. Nous admettons par ailleurs l'argument de l'ACCOVAM selon lequel, du moins pour ce qui est des OAR canadiens, les deux fonctions sont combinées au sein d'un OAR et que ceci est souhaitable étant donné les synergies créées. Nous comprenons que nos recommandations concernant la réforme du cadre de réglementation des services financiers doivent être pratiques. Dans notre rapport final, même si nous recommandons de créer un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières, nous n'avons pas proposé un modèle qui régirait selon nous les mesures à prendre pour atteindre ce but. Si le but peut être atteint en établissant un organisme fédéral, dans ce cas, la réglementation fonctionnelle pourrait être harmonisée au sein d'un organisme en intégrant l'organisme de réglementation des règles de prudence actuel, le BSIF, à l'organisme de réglementation fédéral des valeurs mobilières (ou en les fusionnant). Si, toutefois, on opte pour une solution panprovinciale pour créer un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières, il serait plus difficile dans ce cas de fusionner cette entité avec le BSIF. À la limite, notre vision pour une réglementation fonctionnelle harmonisée serait d'établir une série de règlements pour tous les participants aux marchés des services financiers. La réglementation de la conduite des marchés et des règles de prudence pourrait être confiée à un seul organisme de réglementation ou pourrait au besoin être partagée par deux organismes de réglementation. Si la

deuxième solution est choisie, il faudrait que les deux organismes de réglementation travaillent en étroite collaboration afin de réduire au minimum les chevauchements et de s'assurer que les avantages de la réglementation combinée de la conduite des marchés et des règles de prudence prévus par l'ACCOVAM dans ses observations se matérialisent pleinement.

Le Comité comprend en outre qu'il est impossible de passer du jour au lendemain du modèle canadien actuel – qui prévoit une réglementation provinciale distincte des valeurs mobilières, d'une part, et la réglementation des compagnies d'assurances, des régimes de retraite, des sociétés de fiducie et des institutions financières, d'autre part – à un modèle de réglementation totalement harmonisé et intégré. Il faut procéder par étapes. Durant la période de transition du modèle de réglementation actuel à un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières et ensuite à un système de réglementation fonctionnelle harmonisée, nous encourageons fortement la coopération et la coordination continues entre les organismes de réglementation dans le secteur des services financiers grâce à la participation à des initiatives valables telles que le Forum conjoint.

Nous reconnaissons également que si la fusion proposée de la CVMO et de la CSFO se concrétise, il pourrait être plus difficile d'harmoniser la réglementation fonctionnelle, surtout si les autres provinces n'ont pas adopté une structure fusionnée[87]. Nous exhortons les intervenants dans le processus de fusion entre la Commission et la CSFO à s'assurer que la structure qu'ils proposent est assez souple pour permettre l'établissement d'un système de réglementation fonctionnelle harmonisée.

Recommandation :

Nous recommandons que les ACVM, les gouvernements provinciaux et territoriaux, et le gouvernement fédéral adoptent un système de réglementation fonctionnelle harmonisée d'un bout à l'autre du Canada, selon lequel l'ensemble des activités sur les marchés financiers canadiens, les produits et les pratiques seront régis de manière similaire et seront assujettis à des normes similaires, malgré les différences entre les diverses institutions ou les participants qui offrent les produits ou les services en question. Entre-temps, nous encourageons la coopération et la coordination continues entre les organismes de réglementation dans le secteur des services financiers grâce à la participation à des initiatives telles que le Forum conjoint.

---

[87] Nous soulignons que cette question se présentera de toute façon étant donné les initiatives récentes en Saskatchewan et au Québec (discutées ci-dessus dans la section 3.2b).

deuxième solution est choisie, il faudrait que les deux organismes de réglementation travaillent en étroite collaboration afin de réduire au minimum les chevauchements et de s'assurer que les avantages de la réglementation combinée de la conduite des marchés et des règles de prudence prévus par l'ACCOVAM dans ses observations se matérialisent pleinement.

Le Comité comprend en outre qu'il est impossible de passer du jour au lendemain du modèle canadien actuel – qui prévoit une réglementation provinciale distincte des valeurs mobilières, d'une part, et la réglementation des compagnies d'assurances, des régimes de retraite, des sociétés de fiducie et des institutions financières, d'autre part – à un modèle de réglementation totalement harmonisé et intégré. Il faut procéder par étapes. Durant la période de transition du modèle de réglementation actuel à un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières et ensuite à un système de réglementation fonctionnelle harmonisée, nous encourageons fortement la coopération et la coordination continues entre les organismes de réglementation dans le secteur des services financiers grâce à la participation à des initiatives valables telles que le Forum conjoint.

Nous reconnaissons également que si la fusion proposée de la CVMO et de la CSFO se concrétise, il pourrait être plus difficile d'harmoniser la réglementation fonctionnelle, surtout si les autres provinces n'ont pas adopté une structure fusionnée[87]. Nous exhortons les intervenants dans le processus de fusion entre la Commission et la CSFO à s'assurer que la structure qu'ils proposent est assez souple pour permettre l'établissement d'un système de réglementation fonctionnelle harmonisée.

Recommandation :

Nous recommandons que les ACVM, les gouvernements provinciaux et territoriaux, et le gouvernement fédéral adoptent un système de réglementation fonctionnelle harmonisée d'un bout à l'autre du Canada, selon lequel l'ensemble des activités sur les marchés financiers canadiens, les produits et les pratiques seront régis de manière similaire et seront assujettis à des normes similaires, malgré les différences entre les diverses institutions ou les participants qui offrent les produits ou les services en question. Entre-temps, nous encourageons la coopération et la coordination continues entre les organismes de réglementation dans le secteur des services financiers grâce à la participation à des initiatives telles que le Forum conjoint.

---

[87] Nous soulignons que cette question se présentera de toute façon étant donné les initiatives récentes en Saskatchewan et au Québec (discutées ci-dessus dans la section 3.2b).

2e PARTIE

UNE RÉGLEMENTATION SOUPLE

La deuxième partie du présent rapport traite de questions relatives à la structure et aux activités de la Commission, à la structure fondamentale de la Loi, notamment à ses objectifs et à ses principes, à l'établissement de règles et aux répercussions d'Internet sur la réglementation des valeurs mobilières. Nous nous préoccupons en particulier du fait que le cadre de réglementation devrait être assez souple pour s'adapter à l'évolution du marché tout en préservant des normes élevées qui permettront d'assurer la protection des investisseurs.

CHAPITRE 4

LA COMMISSION – STRUCTURE, RÉGIE ET REDDITION DE COMPTES

Au moment où la gouvernance des sociétés ouvertes est soumise à un examen très minutieux, il n'est pas étonnant que certains aient tourné leur attention vers la structure, la régie et la reddition de comptes de la Commission dans son rôle d'organisme responsable de la réglementation et de la surveillance des marchés financiers de l'Ontario. Nous discutions de cette question dans le présent chapitre.

4.1 Structure de la Commission

En 1994, la Loi a été modifiée pour changer le statut de la Commission, passé de celui d'un organisme gouvernemental à celui d'une société d'État, et, en 1997, la Commission est devenue un organisme « autofinancé »[88]. Avec ces changements, la Commission a acquis une plus grande autonomie et plus d'indépendance par rapport au gouvernement.

Aux fins du présent chapitre, il est nécessaire de faire la distinction entre la Commission et son personnel.

A) LA COMMISSION

La Commission est une société sans but lucratif qui est dotée d'un conseil d'administration composé de neuf à quatorze membres nommés commissaires[89]. La Commission est responsable de l'administration de la Loi[90]. Les membres de la Commission sont désignés par le lieutenant-gouverneur en conseil. Un membre est désigné à la présidence de la Commission et est également chef de la direction de la Commission et doit se consacrer à plein temps aux travaux de la Commission[91]. Le lieutenant-gouverneur en conseil peut également désigner un ou deux membres à la vice-présidence de la Commission.

Tous les cinq ans, la Commission et le ministre des Finances sont tenus de conclure un protocole d'entente qui énonce ce qui suit :

i) les responsabilités et rôles respectifs du ministre et du président de la Commission;

---

88 La Loi, paragraphe 3(12).

89 La Loi, paragraphe 3.1(1).

90 La Loi, paragraphe 3.1(2).

91 La Loi, paragraphes 3(5) et 3(7).

ii) les rapports qui existent entre la Commission et le ministre en ce qui concerne l'obligation de rendre compte;

iii) la responsabilité qu'a la Commission de fournir au ministre ses plans d'activités, ses budgets de fonctionnement ainsi que ses projets de modification importante de son fonctionnement ou de ses activités;

iv) toutes les autres questions devant être abordées de l'avis du ministre.

La forme définitive du protocole d'entente doit être publiée dans le bulletin de la Commission. Le premier protocole d'entente devait être conclu en 1999. Jusqu'à ce jour, aucun protocole d'entente n'a été conclu entre le ministre et la Commission[92].

B) PERSONNEL

La Commission est autorisée à employer « les personnes qu'elle estime nécessaires à l'exercice efficace des pouvoirs et fonctions que lui attribue la présente loi ou une autre loi »[93]. Le personnel comprend des avocats, des comptables, des économistes, des enquêteurs, des gestionnaires et un personnel de soutien. La Commission établit en outre occasionnellement des comités consultatifs d'intervenants pour obtenir des conseils au sujet de questions d'importance réciproque.

4.2 Questions concernant la régie

A) STRUCTURE D'AUTORITÉ

La Commission s'acquitte de bon nombre de ses responsabilités par l'entremise de comités : le Comité de la rémunération, le Comité des finances et de la vérification et le Comité de la gestion interne et des nominations[94]. Le mandat de chaque comité et de ses membres est décrit sur le site Internet de la Commission à l'adresse www.osc.gov.on.ca. Les membres des comités sont des commissaires non dirigeants, mais le président de la Commission est un membre d'office sans voix délibérative du Comité de la gestion interne et des nominations.

B) SURVEILLANCE ET REDDITION DE COMPTES

Pour s'assurer que sa structure d'autorité est appropriée et fonctionne correctement, une personne morale peut procéder entre autres à l'examen de ses structures et de ses activités. Avant que la Commission devienne une société d'État, ses contrôles internes étaient établis et surveillés par le gouvernement provincial. Lorsqu'elle est devenue un organisme de la Couronne, elle a

---

92 Même si un protocole d'entente n'a pas encore été conclu, nous avons appris qu'un protocole a été négocié en grande partie entre le ministre et la Commission et que celle-ci s'acquitte en fait de ses responsabilités en vertu du protocole d'entente comme s'il était en vigueur.

93 La Loi, paragraphe 3.6(1).

94 Le règlement administratif n° 1 de la Commission l'autorise à créer des comités. Voir l'article 3.8.

amorcé le processus en vue d'établir ses propres contrôles internes. Dans le cadre de ce processus, le Comité de vérification a chargé un des grands cabinets d'experts-comptables du Canada de définir et d'évaluer les principaux risques qui pourraient influer sur le rendement de la Commission et d'élaborer un plan de vérification interne qui aiderait la Commission à atténuer ces risques. Le Comité de vérification a reçu des recommandations à cet égard en octobre 2002. Après avoir examiné lesdites recommandations, le Comité de vérification a demandé au cabinet d'experts-comptables de poursuivre son travail en réalisant la vérification interne envisagée dans ce rapport. Ce projet triennal de vérification interne en est actuellement à sa première année.

Dans son récent rapport[95], le Fraser Institute note qu'aux États-Unis, la surveillance de la SEC est exercée principalement par les deux chambres du Congrès. La Chambre des représentants et le Sénat ont chacun mis sur pied un comité dont le mandat comprend la surveillance de la SEC. En outre, ces comités s'appuient fortement sur le General Accounting Office (GAO), un organisme gouvernemental indépendant qui étudie les programmes et les dépenses du gouvernement, pour surveiller et étudier certains aspects des activités de la SEC. En 2001, le GAO a publié neuf rapports sur des aspects particuliers des activités de la SEC[96].

Nous croyons que le ministre et la Commission devraient examiner s'il serait dans l'intérêt de la Commission et de ses intervenants d'examiner ou d'étudier certains aspects des activités de la Commission comme l'a fait le GAO à l'endroit de la SEC aux États-Unis.

Recommandation :

Nous recommandons que le ministre et la Commission déterminent s'il y a lieu d'entreprendre des études portant sur certains aspects des activités de la Commission comme l'a fait le General Accounting Office (GAO) en ce qui concerne la Commission des valeurs mobilières des États-Unis (SEC).

4.3 Transparence

La Loi, au paragraphe 2.1, énonce les principes que la Commission doit prendre en considération et appliquer dans l'exécution de son mandat, y compris la nécessité d'appliquer et d'exécuter la loi « ... de façon opportune, ouverte et efficiente ». La régie de la Commission devrait servir d'exemple à ceux qui sont soumis à sa réglementation et à sa surveillance :

> la qualité de la régie d'un organisme de réglementation contribue à la compétitivité des marchés financiers d'un territoire de compétence. Cela permet d'assurer aux participants au marché que les

---

95 Neil Mohindra, *The Governance of the Ontario Securities Commission : Lessons from International Comparisons* (Fraser Institute, Public Policy Sources numéro 61 : août 2002), p. 13.

96 *Ibid.*, p. 13. Les études portaient notamment sur les mesures prises pour résoudre les questions concernant les spéculations sur séance, les problèmes de capital humain, le recouvrement des pénalités et la divulgation de certaines politiques aux investisseurs.

amorcé le processus en vue d'établir ses propres contrôles internes. Dans le cadre de ce processus, le Comité de vérification a chargé un des grands cabinets d'experts-comptables du Canada de définir et d'évaluer les principaux risques qui pourraient influer sur le rendement de la Commission et d'élaborer un plan de vérification interne qui aiderait la Commission à atténuer ces risques. Le Comité de vérification a reçu des recommandations à cet égard en octobre 2002. Après avoir examiné lesdites recommandations, le Comité de vérification a demandé au cabinet d'experts-comptables de poursuivre son travail en réalisant la vérification interne envisagée dans ce rapport. Ce projet triennal de vérification interne en est actuellement à sa première année.

Dans son récent rapport[95], le Fraser Institute note qu'aux États-Unis, la surveillance de la SEC est exercée principalement par les deux chambres du Congrès. La Chambre des représentants et le Sénat ont chacun mis sur pied un comité dont le mandat comprend la surveillance de la SEC. En outre, ces comités s'appuient fortement sur le General Accounting Office (GAO), un organisme gouvernemental indépendant qui étudie les programmes et les dépenses du gouvernement, pour surveiller et étudier certains aspects des activités de la SEC. En 2001, le GAO a publié neuf rapports sur des aspects particuliers des activités de la SEC[96].

Nous croyons que le ministre et la Commission devraient examiner s'il serait dans l'intérêt de la Commission et de ses intervenants d'examiner ou d'étudier certains aspects des activités de la Commission comme l'a fait le GAO à l'endroit de la SEC aux États-Unis.

Recommandation :

Nous recommandons que le ministre et la Commission déterminent s'il y a lieu d'entreprendre des études portant sur certains aspects des activités de la Commission comme l'a fait le General Accounting Office (GAO) en ce qui concerne la Commission des valeurs mobilières des États-Unis (SEC).

4.3 Transparence

La Loi, au paragraphe 2.1, énonce les principes que la Commission doit prendre en considération et appliquer dans l'exécution de son mandat, y compris la nécessité d'appliquer et d'exécuter la loi « ... de façon opportune, ouverte et efficiente ». La régie de la Commission devrait servir d'exemple à ceux qui sont soumis à sa réglementation et à sa surveillance :

> la qualité de la régie d'un organisme de réglementation contribue à la compétitivité des marchés financiers d'un territoire de compétence. Cela permet d'assurer aux participants au marché que les

---

95 Neil Mohindra, *The Governance of the Ontario Securities Commission : Lessons from International Comparisons* (Fraser Institute, Public Policy Sources numéro 61 : août 2002), p. 13.

96 *Ibid.*, p. 13. Les études portaient notamment sur les mesures prises pour résoudre les questions concernant les spéculations sur séance, les problèmes de capital humain, le recouvrement des pénalités et la divulgation de certaines politiques aux investisseurs.

> pouvoirs réglementaires seront utilisés de manière raisonnable et que les ressources réglementaires seront utilisées efficacement [97] [traduction].

Un aspect fondamental de la reddition de comptes de la Commission est sa relation avec le ministre. Nous encourageons fortement le ministre et la Commission à conclure le protocole d'entente et à le publier dans le bulletin de la Commission.

L'objectif de transparence relatif à la structure et aux activités de la Commission est mieux atteint par les processus de présentation de l'information de la Commission. L'article 143.9 de la Loi exige que, dans les 90 jours qui suivent la fin de son exercice, la Commission remette au ministre et publie dans son bulletin une déclaration énonçant les priorités proposées par celle-ci pour l'application de la Loi, des règlements et des règles, ainsi qu'un résumé des raisons de les adopter. Cette déclaration des priorités doit également décrire en termes généraux les dépenses que la Commission envisage d'engager pendant l'exercice suivant dans chaque catégorie qui représentera plus de 10 pour cent des dépenses totales de cet exercice. Au moins 60 jours avant la date de publication de la déclaration, la Commission doit publier dans son bulletin un avis invitant les personnes et les compagnies intéressées à présenter des observations écrites sur les questions qui devraient être considérées comme des priorités. La version définitive de la déclaration des priorités est publiée dans le bulletin de la Commission et est affichée sur son site Web. La Commission examine également chaque année ses résultats par rapport à ses objectifs soit dans son rapport annuel, qui est également publié et envoyé à certains participants au marché, soit dans sa déclaration des priorités.

Nous sommes encouragés par les mesures et les initiatives récentes que la Commission a prises pour accroître la transparence relativement à sa structure d'autorité et à sa reddition de comptes. Le site Internet de la Commission comprend maintenant une section intitulée « Régie et reddition de comptes ». La section discute de la structure de la Commission et décrit ses comités, leurs mandats et leurs membres. Nous soulignons également, et nous appuyons fortement, l'engagement de la Commission à continuer d'améliorer l'information qu'elle présente sur son site Internet à cet égard.

4.4 Les différents rôles de la Commission

La Commission est un organisme administratif multifonctionnel jouant simultanément différents rôles qui se chevauchent. Par exemple, la Commission élabore des politiques, mène des enquêtes et siège en tant que tribunal administratif.

Nous nous sommes demandé s'il y avait lieu de modifier la structure de la Commission, qui lui permet d'élaborer des politiques, de mener des enquêtes et de rendre des décisions sur les questions qui lui sont soumises. Nous avons examiné la structure d'autres tribunaux

---

[97] *Ibid.*, p. 17.

administratifs au Canada et des autorités de réglementation des valeurs mobilières au Canada, aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Australie[98]. Nous avons également étudié la jurisprudence au Canada en ce qui concerne les fonctions des tribunaux administratifs[99].

La structure de la Commission, qui combine les fonctions réglementaires et judiciaires en un seul organisme administratif, n'est ni propre à la Commission ni contraire à la doctrine de la common law relative à la crainte raisonnable de partialité. La Cour suprême du Canada a examiné à plusieurs reprises des organismes administratifs multifonctionnels semblables à la Commission et a décidé chaque fois que si les multiples fonctions sont autorisées par la loi (comme c'est le cas pour la Commission), le tribunal administratif ne peut être attaqué si l'on invoque le motif de la crainte raisonnable de partialité seulement parce que sa structure, bien qu'autorisée par la loi, l'autorise expressément et l'oblige à exercer des fonctions qui se chevauchent.

La question, dans ce cas, n'est pas de déterminer si la structure actuelle est acceptable, mais si elle soulève des perceptions de conflits ou d'abus potentiels[100]. Cette question est complexe. Un tribunal intégré dont les « fonctions se chevauchent » et un modèle à deux volets selon lequel les fonctions d'enquête et les fonctions judiciaires sont exercées par deux entités distinctes présentent tous deux des avantages et des inconvénients. Nous ne formulons pas à ce stade de recommandation sur cette question, mais nous soulignons que, étant donné que la structure d'un organisme multifonctionnel peut engendrer des perceptions de conflits ou d'abus potentiels, la structure actuelle de la Commission mérite un examen approfondi sur une base prioritaire.

Recommandation :

Nous recommandons que la Commission et le ministre procèdent en priorité à un examen approfondi de la structure actuelle de la Commission en tant qu'organisme multifonctionnel.

---

98 Aux États-Unis, les audiences demandées par la SEC sont entendues en première instance par les juges de l'ordre administratif. De prime abord, il semblerait que les fonctions réglementaires et les fonctions judiciaires de la SEC soient complètement séparées. Cependant, les juges de l'ordre administratif sont des employés de la SEC et leurs décisions sont susceptibles d'appel auprès de la SEC.

99 *Brosseau v. Alberta (Securities Commission)*[1989] 1 R.C.S. 301; *E.A. Manning Ltd. v. Ontario Securities Commission* (1995), 23 O.R (3d) 257 (C.A.); *Ocean Port Hotel Ltd. v. British Columbia (General Manager, Liquor Control & Licensing Branch)* 2001 C.S.C. 52.

100 Nous notons qu'un membre de la Commission qui a signé une ordonnance d'enquête en vertu de la partie VI de la Loi n'a pas le droit de siéger à une audience qui traite de la question sous enquête (paragraphe 3.5(4) de la Loi). Cette disposition permet de s'assurer que les membres de la Commission qui exercent une fonction quasi judiciaire à l'égard d'une question sont impartiaux. En outre, en dehors du fait qu'ils signent une ordonnance en vertu de la partie VI de la Loi, les membres de la Commission ne participent pas autrement au processus d'enquête.

administratifs au Canada et des autorités de réglementation des valeurs mobilières au Canada, aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Australie[98]. Nous avons également étudié la jurisprudence au Canada en ce qui concerne les fonctions des tribunaux administratifs[99].

La structure de la Commission, qui combine les fonctions réglementaires et judiciaires en un seul organisme administratif, n'est ni propre à la Commission ni contraire à la doctrine de la common law relative à la crainte raisonnable de partialité. La Cour suprême du Canada a examiné à plusieurs reprises des organismes administratifs multifonctionnels semblables à la Commission et a décidé chaque fois que si les multiples fonctions sont autorisées par la loi (comme c'est le cas pour la Commission), le tribunal administratif ne peut être attaqué si l'on invoque le motif de la crainte raisonnable de partialité seulement parce que sa structure, bien qu'autorisée par la loi, l'autorise expressément et l'oblige à exercer des fonctions qui se chevauchent.

La question, dans ce cas, n'est pas de déterminer si la structure actuelle est acceptable, mais si elle soulève des perceptions de conflits ou d'abus potentiels[100]. Cette question est complexe. Un tribunal intégré dont les « fonctions se chevauchent » et un modèle à deux volets selon lequel les fonctions d'enquête et les fonctions judiciaires sont exercées par deux entités distinctes présentent tous deux des avantages et des inconvénients. Nous ne formulons pas à ce stade de recommandation sur cette question, mais nous soulignons que, étant donné que la structure d'un organisme multifonctionnel peut engendrer des perceptions de conflits ou d'abus potentiels, la structure actuelle de la Commission mérite un examen approfondi sur une base prioritaire.

Recommandation :

Nous recommandons que la Commission et le ministre procèdent en priorité à un examen approfondi de la structure actuelle de la Commission en tant qu'organisme multifonctionnel.

---

98 Aux États-Unis, les audiences demandées par la SEC sont entendues en première instance par les juges de l'ordre administratif. De prime abord, il semblerait que les fonctions réglementaires et les fonctions judiciaires de la SEC soient complètement séparées. Cependant, les juges de l'ordre administratif sont des employés de la SEC et leurs décisions sont susceptibles d'appel auprès de la SEC.

99 *Brosseau v. Alberta (Securities Commission)*[1989] 1 R.C.S. 301; *E.A. Manning Ltd. v. Ontario Securities Commission* (1995), 23 O.R (3d) 257 (C.A.); *Ocean Port Hotel Ltd. v. British Columbia (General Manager, Liquor Control & Licensing Branch)* 2001 C.S.C. 52.

100 Nous notons qu'un membre de la Commission qui a signé une ordonnance d'enquête en vertu de la partie VI de la Loi n'a pas le droit de siéger à une audience qui traite de la question sous enquête (paragraphe 3.5(4) de la Loi). Cette disposition permet de s'assurer que les membres de la Commission qui exercent une fonction quasi judiciaire à l'égard d'une question sont impartiaux. En outre, en dehors du fait qu'ils signent une ordonnance en vertu de la partie VI de la Loi, les membres de la Commission ne participent pas autrement au processus d'enquête.

CHAPITRE 5
LES OBJECTIFS DE LA LOI

5.1 Objets de la Loi

La Loi énonce deux objets (« objets législatifs ») :

> 1.1 Les objets de la présente loi sont les suivants :
>
> (a) protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales, irrégulières ou frauduleuses;
>
> (b) favoriser des marchés financiers justes et efficaces et la confiance en ceux-ci.

Nous avons étudié les objets énoncés dans la Loi afin de déterminer s'ils demeuraient pertinents. Au cours de notre examen, nous avons étudié les dispositions comparables (le cas échéant) de lois sur les valeurs mobilières en vigueur aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Australie[101]. Nous croyons que l'article 1.1 confère à la Commission un mandat pertinent qui correspond en grande partie à celui d'autres organismes étrangers de réglementation des valeurs mobilières.

5.2 Principes à prendre en considération

La Loi enjoint à la Commission de prendre en considération les six principes fondamentaux suivants dans la réalisation des objets législatifs (« disposition énonciatrice de principes ») :

> 2.1 Dans la réalisation des objets de la présente loi, la Commission tient compte des principes fondamentaux suivants :
>
> 1. Il peut être nécessaire de peser l'importance accordée à chacun des objets de la présente loi dans des cas particuliers.
>
> 2. Les principaux moyens de réaliser les objets de la présente loi sont les suivants :
>
> i. des exigences pour veiller à ce que les renseignements soient divulgués en temps utile et avec exactitude et efficience;
>
> ii. des restrictions à l'égard des pratiques et procédures frauduleuses et déloyales du marché;

---

[101] Les régimes de réglementation du Royaume-Uni et d'Australie ont récemment fait l'objet d'un examen et d'une refonte très approfondis.

iii. des exigences permettant de veiller à ce que soient maintenues des normes d'aptitude et de conduite professionnelles élevées afin de faire en sorte que les participants au marché se comportent de façon honnête et responsable.

3. Une réglementation judicieuse et efficace du domaine des valeurs mobilières exige de la Commission qu'elle applique la présente loi de façon opportune, ouverte et efficiente.

4. Sous réserve d'un système de surveillance adéquat, la Commission devrait faire appel à la capacité des organismes d'autoréglementation reconnus en matière d'application de la loi et à leurs compétences en matière de réglementation.

5. L'harmonisation et la coordination saines et responsables des régimes de réglementation des valeurs mobilières favorisent l'intégration des marchés financiers.

6. Les restrictions imposées aux activités commerciales et aux investissements des participants au marché, notamment les frais d'entreprise et les frais réglementaires, devraient être fonction des objectifs visés en matière de réglementation[102]. »

Nous avons cerné les points ci-dessous, qui sont énoncés dans des règlements sur les valeurs mobilières d'autres gouvernements et dont nous discutons ci-après :

- Favoriser la participation éclairée des investisseurs au marché.
- Maintenir la position concurrentielle de l'Ontario eu égard au caractère international des marchés financiers.
- Favoriser l'innovation en ce qui a trait aux activités réglementées.
- Faciliter la concurrence entre les participants au marché qui sont assujettis à la réglementation.

---

102 Les articles 1.1 et 2.1 de la Loi ont été édictés en vertu des modifications de 1994 recommandées par le Comité Daniels. L'article 2.1 a été promulgué en raison de préoccupations selon lesquelles il y aurait trop peu à gagner d'un simple article énonçant un mandat fondé sur des objets sommairement définis. L'article 2.1 énonce plusieurs principes « qui, selon le bon sens et les pratiques réelles de la Commission, doivent être utilisés pour orienter et structurer l'interprétation de la Loi par la Commission et l'ont été dans le cadre de cas, de problèmes ou d'initiatives réglementaires précis » [traduction]. Voir le rapport du Comité Daniels précité à la note 11, page 3235.

A) FAVORISER LA PARTICIPATION ÉCLAIRÉE DES INVESTISSEURS AU MARCHÉ.

Au Canada, de plus en plus de particuliers investissent dans les marchés financiers[103]. Comme ils ont accès en direct à des outils de recherche, des conseils et des opérations boursières, les particuliers s'occupent de façon plus directe de la gestion de leurs propres placements. Dans ce contexte, il devient urgent d'éduquer les investisseurs. Un choix déconcertant de placements s'offre aux investisseurs particuliers. Pour investir judicieusement, ils doivent comprendre les rudiments de l'investissement et de l'épargne, savoir comment évaluer la qualité d'un placement ou d'un courtier et aussi comment se protéger contre d'éventuelles fraudes. Nous recommandons par conséquent, comme il est indiqué ci-dessous, que la Loi soit modifiée de manière à intégrer dans la disposition énonciatrice le principe selon lequel la réglementation efficace et souple des valeurs mobilières devrait favoriser la participation éclairée des investisseurs au marché. Nous soulignons toutefois que la Commission a consacré une attention et des ressources considérables à l'éducation des investisseurs au cours des dernières années[104].

B) LA PLACE DE L'ONTARIO SUR LES MARCHÉS FINANCIERS MONDIAUX

Dans la première partie du présent rapport, nous avons parlé de l'importance de la compétitivité des marchés financiers canadiens à l'échelle mondiale. Grâce à la mondialisation des services financiers, conjuguée aux progrès dans le domaine des technologies de l'information, les investisseurs ne sont plus limités sur le plan géographique. Les opérations financières transfrontalières exécutées jour et nuit sont déjà monnaie courante. Si nos marchés sont sains et dynamiques, les investisseurs choisiront le Canada. Par contre, si nos marchés ne sont pas à la hauteur des normes internationales, les investisseurs éviteront le Canada et iront chercher des placements de qualité ailleurs. Nous recommandons par conséquent, comme il est indiqué ci-dessous, que la Loi soit modifiée de manière à intégrer dans la disposition énonciatrice le principe selon lequel il est souhaitable de maintenir la position concurrentielle de l'Ontario étant donné le caractère international des marchés financiers.

C) PROMOUVOIR L'INNOVATION

Au cours des dernières années, nous avons assisté à la mise au point de nouvelles technologies, ainsi qu'à l'apparition de nouveaux produits financiers, de nouveaux participants au marché et de

---

103 « [...] près de la moitié de tous les Canadiens qui sont sur le marché du travail investissent directement et indirectement dans le marché des valeurs mobilières. Au cours des dix dernières années, la valeur des titres détenus par les investisseurs canadiens a doublé, pour atteindre aujourd'hui plus de 500 milliards de dollars. Il y a dix ans, 22 % des actifs financiers de l'investisseur moyen (comptes bancaires, REER, retraite, assurance, etc.) étaient composés d'actions. Aujourd'hui, ce pourcentage atteint 30 %. » (Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, *Profil de l'industrie canadienne des valeurs mobilières*, http//www.ida.ca/ indinssues/indprofile_fr.asp.)

104 Par exemple, la Commission participe, avec d'autres membres du Council of Securities Regulators of Americas, à une « semaine de l'éducation des investisseurs » dans le but de sensibiliser davantage le public aux marchés financiers, au rôle des organismes de réglementation et aux ressources informatives mises à la disposition des investisseurs. En juin 2000, la Commission a également mis sur pied le Fonds d'éducation des investisseurs qui sert à l'élaboration et au soutien d'initiatives d'éducation des investisseurs.

nouvelles méthodes d'échange commercial. On devrait encourager ces innovations dans le domaine financier. Elles permettent de réduire les coûts et aident les investisseurs à mieux gérer leur argent. Les organismes de réglementation devraient collaborer avec l'industrie des valeurs mobilières afin de favoriser l'innovation. On devrait tout particulièrement encourager les participants à discuter de nouvelles idées de produits et de développement de nouveaux marchés avec les responsables de la réglementation dès les premières étapes du processus afin que les risques et les répercussions des règlements soient bien compris et correctement gérés. Dans le même ordre d'idées, les autorités de réglementation devraient éviter de créer des obstacles déraisonnables à l'entrée de nouveaux produits sur le marché ou d'imposer des restrictions trop sévères aux participants au marché qui lancent de nouveaux produits. Nous recommandons par conséquent, comme il est indiqué ci-dessous, que la Loi soit modifiée de manière à intégrer dans la disposition énonciatrice le principe selon lequel l'innovation dans les marchés financiers de l'Ontario devrait être favorisée.

D) CONCURRENCE ENTRE LES PARTICIPANTS AU MARCHÉ

La concurrence entre les participants au marché constitue le principal moteur de l'innovation et, en règle générale, elle sert les intérêts des consommateurs. La Commission devrait essayer de veiller à ce que ses règles et ses politiques n'entravent pas la concurrence ni ne la rendent déloyale. Il importe tout particulièrement de maintenir l'égalité des chances entre tous les participants au marché. Nous recommandons par conséquent, comme il est indiqué ci-dessous, que la Loi soit modifiée de manière à intégrer dans la disposition énonciatrice le principe selon lequel l'administration et l'application des mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières ne devraient pas entraver inutilement la concurrence entre les personnes exerçant des activités réglementées ni la rendre déloyale.

Ces recommandations ont été formulées dans le rapport préliminaire. Tous les commentaires que nous avons reçus à ce sujet à la suite de la publication du rapport préliminaire étaient positifs [105], même si un observateur craignait que l'ajout de principes pourrait « rendre la Loi trop compliquée »[106]. L'observateur se demandait en particulier « comment la Commission devrait établir la priorité des différents principes » [traduction]. Nous ne croyons pas qu'il serait dans notre intérêt de tenter d'établir pour la Commission la priorité des différents principes, puisque l'importance des principes dépendra de chaque situation. Bon nombre des principes se complètent les uns les autres et la Commission devrait tenir compte de tous les principes lorsqu'elle exerce son mandat législatif. Nous reconnaissons que, dans la pratique, il pourrait y avoir des tensions entre les différents principes et qu'il ne sera pas toujours facile d'atteindre un

---

[105] Voir les lettres d'observations des Certified General Accountants of Ontario, d'Ogilvy Renault, du Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, de l'Association canadienne des conseillers en assurance et en finance et du sous-comité sur les valeurs mobilières de l'Association du Barreau de l'Ontario.

[106] Voir la lettre d'observations du sous-comité sur les valeurs mobilières de l'Association du Barreau de l'Ontario.

juste équilibre entre ceux-ci. Nous croyons toutefois qu'on devrait laisser à la Commission le soin d'orchestrer le jeu des différents principes et d'en établir la priorité, s'il y a lieu.

Recommandation :

Nous recommandons que la disposition énonciatrice de principes de la Loi soit modifiée de manière à enjoindre à la Commission de prendre en considération les principes supplémentaires suivants dans la réalisation des objets de la Loi :

- Une réglementation efficace et souple des valeurs mobilières devrait favoriser la participation éclairée des investisseurs aux marchés financiers.
- Étant donné le caractère international des marchés financiers, il est souhaitable de maintenir la position concurrentielle de ceux de l'Ontario.
- L'innovation devrait être favorisée sur les marchés financiers ontariens.
- L'administration et l'application des mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières ne devraient pas entraver inutilement la concurrence entre les personnes exerçant des activités réglementées ni la rendre déloyale.

juste équilibre entre ceux-ci. Nous croyons toutefois qu'on devrait laisser à la Commission le soin d'orchestrer le jeu des différents principes et d'en établir la priorité, s'il y a lieu.

Recommandation :

Nous recommandons que la disposition énonciatrice de principes de la Loi soit modifiée de manière à enjoindre à la Commission de prendre en considération les principes supplémentaires suivants dans la réalisation des objets de la Loi :

- Une réglementation efficace et souple des valeurs mobilières devrait favoriser la participation éclairée des investisseurs aux marchés financiers.
- Étant donné le caractère international des marchés financiers, il est souhaitable de maintenir la position concurrentielle de ceux de l'Ontario.
- L'innovation devrait être favorisée sur les marchés financiers ontariens.
- L'administration et l'application des mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières ne devraient pas entraver inutilement la concurrence entre les personnes exerçant des activités réglementées ni la rendre déloyale.

CHAPITRE 6

LA STRUCTURE DE LA LOI

6.1 La Loi devrait-elle être refondue?

Depuis son entrée en vigueur en 1945, la Loi est devenue un labyrinthe de mesures législatives, de règles, de règlements et de politiques interprétatives. La Loi elle-même fait moins de 150 pages. Cependant, ses dispositions s'accompagnent de plus de 2 000 pages supplémentaires de règles (y compris des normes de portée nationale), de règlements, d'instructions générales, d'avis, de communiqués et de notes explicatives qui limitent les dispositions de la Loi dans certains cas et les complètent dans d'autres. Il en résulte un régime réglementaire fragmenté, accessible uniquement aux experts extrêmement spécialisés.

Le Comité s'est demandé si l'Ontario devrait abroger la Loi actuelle et en créer une autre, cette fois en rationalisant davantage la réglementation des valeurs mobilières. Pour ce faire, on pourrait, par exemple, consacrer dans la Loi les principes et les normes de vaste portée relatifs à la conduite des marchés (de même que le pouvoir d'application) et énoncer les exigences détaillées dans des règles soumises à l'approbation ministérielle. Un exercice de cette nature ne s'avérerait sensé que s'il pouvait s'effectuer dans le cadre d'une initiative nationale. Nous craignons qu'une restructuration de la Loi qui serait limitée à l'Ontario exacerbe les différences législatives qui existent déjà dans l'ensemble du pays[107].

L'établissement de règles a conféré une souplesse accrue à notre régime de réglementation. En Ontario, les mesures législatives sur les valeurs mobilières sont devenues plus faciles à élaborer, à adopter et à modifier. En conséquence, nous recommandons que les futures initiatives législatives privilégient la consécration de principes fondamentaux dans la Loi et l'inclusion d'exigences détaillées dans des règles. Bien que nous formulions des recommandations visant à rationaliser davantage le processus d'établissement des règles, la capacité de la Commission d'établir ces dernières, si elle est conjuguée à une simplification de la Loi, nous fera faire un pas considérable vers une réglementation plus facile à gérer, tout particulièrement si le projet d'uniformisation de la Loi proposé par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) atteint ses objectifs. Nous appuyons les efforts des participants à ce projet et nous croyons qu'il est important qu'ils prennent en considération les recommandations du présent Comité lorsqu'ils rédigeront des mesures législatives uniformes.

---

[107] Comme nous en avons discuté au chapitre 1, nous croyons que les autorités canadiennes de réglementation devraient favoriser une plus grande harmonisation.

6.2 Enchâssement de concepts fondamentaux

Les concepts fondamentaux de la réglementation des valeurs mobilières devraient être enchâssés dans la Loi. Certains le sont déjà, mais d'autres sont enfouis dans les règlements. Par exemple, la Loi elle-même stipule qu'une personne doit être inscrite pour effectuer une opération sur une valeur mobilière ou agir à titre de conseiller, qu'il faut préparer un prospectus afin d'offrir des valeurs mobilières au public, que les actionnaires minoritaires ne peuvent être exclus d'une offre d'achat visant la mainmise et que les initiés ne peuvent utiliser des renseignements secrets importants à leur propre avantage. Cependant, le concept selon lequel les courtiers et les conseillers doivent traiter avec équité, honnêteté et en toute bonne foi avec leurs clients n'est pas énoncé dans la Loi, bien qu'il doive incontestablement être considéré comme une pierre angulaire de la réglementation des valeurs mobilières en Ontario. Ce principe se trouve dans un règlement[108]. Le Comité croit que des principes aussi fondamentaux que celui-là devraient être consacrés dans la Loi. En outre, les exigences détaillées qui découlent des concepts fondamentaux de la Loi ne devraient plus relever de la Loi mais plutôt des règles. Par exemple, la Loi pourrait stipuler que toutes les dispenses relatives aux prospectus sont prévues dans une règle. Ainsi, la Loi demeurerait un document législatif plus facile à gérer et la Commission pourrait plus facilement modifier les exigences détaillées en fonction de l'évolution du marché.

6.3 Modifications d'ordre administratif

La Loi est truffée de dispositions périmées qui ont été remplacées par des règles. Prenons par exemple la dispense de prospectus qui peut être accordée pour les opérations qu'effectue un émetteur avec ses employés et qui porte sur les valeurs mobilières qu'il a lui-même émises. La Loi prévoit une telle dispense[109]. Toutefois, il existe également une règle[110] qui élimine cette dispense et la remplace par une dispense différente assortie d'autres conditions. Pourtant, en lisant la Loi, on pourrait ne pas connaître l'existence de la règle qui modifie fondamentalement la dispense prévue par la Loi et les circonstances dans lesquelles elle s'applique. Dans ce genre de situation, la Loi devrait être modifiée de manière à tenir compte d'une règle qui la modifie ou la complète. Ces modifications d'ordre administratif devraient être incluses périodiquement dans le programme législatif du ministre.

6.4 Langage clair

Le Comité croit que les mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières devraient être rédigées dans un style clair et facile à comprendre. Dans le cadre du projet de reformulation, les normes proposées doivent être accompagnées d'avis explicatifs et de politiques

---

[108] Règle 31-505 de la CVMO portant sur les conditions d'inscription, paragraphe 2.1(2).

[109] Alinéa 72(1)(n) de la Loi.

[110] Règle 45-503 de la CVMO portant sur les opérations avec les employés, les cadres et les experts-conseils.

complémentaires. Ces avis et politiques complémentaires fournissent des renseignements accessibles à la fois sur les modifications apportées au régime réglementaire et sur les nouvelles initiatives de réglementation. Nous savons que les ACVM ont amorcé une initiative de rédaction en langage clair et nous encourageons les efforts déployés en ce sens.

Recommandations :

1. Nous recommandons que la Loi soit modifiée dans la mesure nécessaire afin qu'elle renferme les principes fondamentaux qui concernent les dispositions législatives sur les valeurs mobilières.

2. Nous recommandons que la Commission, de même que le gouvernement de l'Ontario, cherche à rationaliser la Loi en intégrant les exigences détaillées aux règlements. En outre, nous sommes d'avis que la Loi devrait correspondre avec précision au droit actuel. Cela pourrait entraîner l'élimination de certaines dispenses figurant dans la Loi lorsque les dispositions qui les prévoient ont été remplacées par une règle.

complémentaires. Ces avis et politiques complémentaires fournissent des renseignements accessibles à la fois sur les modifications apportées au régime réglementaire et sur les nouvelles initiatives de réglementation. Nous savons que les ACVM ont amorcé une initiative de rédaction en langage clair et nous encourageons les efforts déployés en ce sens.

Recommandations :

1. Nous recommandons que la Loi soit modifiée dans la mesure nécessaire afin qu'elle renferme les principes fondamentaux qui concernent les dispositions législatives sur les valeurs mobilières.

2. Nous recommandons que la Commission, de même que le gouvernement de l'Ontario, cherche à rationaliser la Loi en intégrant les exigences détaillées aux règlements. En outre, nous sommes d'avis que la Loi devrait correspondre avec précision au droit actuel. Cela pourrait entraîner l'élimination de certaines dispenses figurant dans la Loi lorsque les dispositions qui les prévoient ont été remplacées par une règle.

CHAPITRE 7
L'ÉTABLISSEMENT DE RÈGLES

La Commission a reçu le pouvoir d'établir des règles à la suite des modifications apportées à la Loi en 1994. Le Comité a examiné le processus d'établissement de règles de la Commission et en a conclu que tout compte fait, bien qu'il soit efficace, quelques améliorations devraient être apportées au processus.

7.1 Contexte

Avant 1994, la Commission émettait périodiquement des Instructions générales. Sans recevoir l'approbation de l'Assemblée législative ou du ministère, ces instructions étaient néanmoins traitées comme si elles avaient une portée juridique, tant par la Commission que par les participants aux marchés financiers. Cependant, en 1993, lorsqu'il a rendu sa décision dans l'affaire Ainsley, le tribunal siégeant a déclaré que l'une des instructions générales de la Commission n'était pas valide parce que la Commission avait « outrepassé sa compétence en vertu de sa loi habilitante en l'établissant »[111] [traduction].

La validité des instructions générales étant mise en doute à la suite de cette décision, il fallait trouver un moyen de rendre ces documents légitimes sur le plan juridique. En octobre 1993, le ministère et la Commission ont mis sur pied le Comité Daniels. Celui-ci a recommandé que l'on octroie à la Commission le pouvoir d'établir des règles sous réserve de l'adoption de mesures appropriées de contrôle de la responsabilité et de la transparence[112]. Le gouvernement de l'Ontario a accepté cette recommandation et conféré à la Commission le pouvoir d'établir des règles dans le cadre des modifications apportées à la Loi en 1994.

À la suite de la décision rendue dans l'affaire Ainsley et des modifications de 1994, la Commission a entrepris d'examiner toutes ses instructions générales, ses avis et ses décisions générales, dans le but de les reformuler sous forme de règles, de politiques ou d'avis au personnel, ou de les éliminer. Ce projet est connu sous le nom de « projet de reformulation »[113]. La Commission a également lancé un certain nombre d'initiatives d'établissement de règles et de politiques afin de tenir compte de l'évolution du marché. Puisqu'un grand nombre des documents de réglementation qui ont fait l'objet d'un examen dans le cadre du projet de reformulation étaient des normes nationales, les autorités de réglementation des valeurs mobilières d'autres gouvernements ont par conséquent participé au processus. La nécessité

---

111 Dans l'affaire *Ainsley Financial Corporation* c. *Commission des valeurs mobilières de l'Ontario* (1993), 14 R.O. (3d) 280 (Division générale), le tribunal a déclaré non valide une instruction générale de la Commission concernant la vente d'actions cotées en cents parce que la Commission avait outrepassé sa compétence.

112 Voir le rapport du Comité Daniels précité à la note 11.

113 Depuis 1995, la Commission a passé en revue quelque 300 documents de réglementation.

d'assurer la coordination entre les nombreux organismes de réglementation provinciaux et territoriaux a rendu ce processus plus complexe et exigeant en matière de ressources. Dans certains cas, la démarche intergouvernementale nécessaire à l'établissement de règles a nui à l'adoption expéditive et en temps opportun de politiques et de règlements.

Le projet de reformulation est presque terminé. Ce fut une entreprise de grande envergure, non seulement pour les membres de la Commission et d'autres membres des ACVM, mais également pour les participants au marché et leurs conseillers qui ont manœuvré dans un milieu réglementaire en pleine mutation et à qui on a demandé des observations sur une foule de documents reformulés et de nouveaux documents. Nous espérons que le parachèvement de ce projet calmera certaines des inquiétudes exprimées par les participants au marché dans leurs commentaires sur la quantité de nouveaux règlements et de nouvelles politiques.

7.2 Portée du pouvoir d'établissement de règles

Les questions à l'égard desquelles la Commission jouit du pouvoir d'établissement de règles sont énoncées précisément dans la Loi[114]. L'octroi de ces « champs de compétence » avait pour but de conférer à la Commission suffisamment d'autorité pour établir des règles portant sur les questions qui faisaient autrefois l'objet de moyens d'intervention, ainsi que sur les questions de réglementation des valeurs mobilières qui pourraient surgir dans un avenir prévisible. Il n'existe cependant pas de disposition omnibus qui permettrait à la Commission d'établir des règles relatives à des questions qui entrent dans son mandat législatif mais qui n'étaient pas précisément visées par l'octroi de ses pouvoirs de réglementation.

Faute d'une disposition omnibus, la Commission doit chercher à faire modifier ses champs de compétence si elle désire adopter une règle qui s'inscrit dans son mandat législatif mais qui n'est pas particulièrement visée par les pouvoirs d'établissement de règles énoncés précisément dans la Loi. C'est ce qui s'est produit au cours du projet de reformulation, lorsqu'il est apparu que la Commission ne disposait pas d'un pouvoir législatif suffisant pour convertir certaines instructions générales en règles. Ces problèmes d'« insuffisance de pouvoir » se sont posés dans le cas de certaines règles sur la divulgation par prospectus (notamment les règles régissant le prospectus des fonds communs et le prospectus général) et des règles de procédure sur les

---

[114] Par exemple, la Commission peut établir des règles régissant l'inscription à la cote et la négociation de valeurs cotées en bourse, notamment des règles exigeant la déclaration des opérations et des cours du marché.

placements exigeant un prospectus (notamment le régime de prospectus simplifié et le régime de prospectus préalable)[115].

Les commissions des valeurs mobilières de l'Alberta et de la Colombie-Britannique et la commission des valeurs mobilière des États-Unis (SEC) ont toutes une disposition omnibus dans leurs pouvoirs de réglementation. La commission des valeurs mobilières de l'Alberta est autorisée à établir des règles régissant « toute autre question relative à l'application de la Loi ou au déroulement des affaires de la Commission » [traduction]. La Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique peut, quant à elle, établir des règles « visant à réglementer les opérations sur valeurs mobilières ou les contrats de change, ou encore les secteurs des valeurs mobilières ou des contrats de change » [traduction]. La SEC est autorisée, en vertu de six lois différentes, à adopter toutes les règles et tous les règlements nécessaires ou pertinents aux fins de l'exercice de ses fonctions légales. La raison expliquant l'octroi de pouvoirs si larges était « la nécessité absolue de protéger les investisseurs contre les fraudes ou les tromperies rendues possibles par des conditions en constante mutation »[116] [traduction].

Nous comprenons que les personnes chargées de commenter les travaux du Comité Daniels se soient opposées à l'inclusion d'une disposition omnibus dans les pouvoirs d'établissement de règles, car elles voulaient que le pouvoir de fonctionnaires non élus de promulguer des lois ayant force obligatoire soit limité de manière précise. Malgré ces observations, le Comité Daniels a recommandé, dans son rapport définitif, que la Commission obtienne le pouvoir d'établir des règles « relatives à toute autre question relevant de la Loi ou nécessaires à la mise en œuvre de l'une ou l'autre de ses dispositions »[117] [traduction]. Le gouvernement de l'Ontario n'a pas accepté cette recommandation.

---

115 Le rapport du Comité Daniels déclarait, par exemple, que la Commission devrait recevoir un pouvoir d'établissement de règles qui lui permettrait de reformuler l'ancienne *Instruction générale canadienne n° 44 – Prospectus préalable*. Cependant, le pouvoir conféré à la Commission en vertu des modifications de 1994 n'était pas suffisamment large pour s'appliquer à tout le régime de prospectus préalable. La Loi stipule que les prospectus doivent être renouvelés chaque année. Selon le régime de prospectus préalable, ces derniers peuvent demeurer en vigueur pendant deux ans, délai après lequel ils doivent être renouvelés. Le pouvoir d'établissement de règles de la Commission ne permettait pas à celle-ci de prolonger par voie de règlement la durée d'un an prescrite par la Loi. Par conséquent, des modifications ont été apportées au pouvoir d'établissement de règles de la Commission en décembre 1999 pour que puisse être adoptée la *Norme canadienne 44-102 – Placement de titres au moyen d'un prospectus préalable*, sans que les émetteurs doivent demander et obtenir une dispense discrétionnaire afin qu'un prospectus préalable de base demeure en vigueur pendant plus d'un an.

116 *R.A. Holman & Co., Inc.* c. *SEC*, [1962] 2999 F.2d 127, 132 (D.C. Cir.) refus d'accréditation, 370 U.S. 911, cité dans L. Loss et J. Seligman, *Securities Regulation*, 3e édition (Boston, Little, Brown & Company, 1993), page 4915.

117 Le Comité Daniels a également étudié une formulation de portée plus large qui autoriserait l'établissement de règles relatives à quelque mesure que ce soit, qui, de l'avis de la Commission, serait « nécessaire ou souhaitable pour la réalisation des objectifs de la Loi et l'exécution de ses dispositions » [traduction]. Le Comité Daniels a fait remarquer qu'on trouve souvent ce type de dispositions dans les lois ontariennes et fédérales. En fin de compte, il a recommandé l'adoption de la formulation de portée plus étroite, mais, nous le soulignons, cette recommandation n'a jamais été prise en compte dans les modifications de 1994. Le Comité Daniels a donné les raisons suivantes pour justifier sa recommandation :

- Les champs de compétence de la Commission sont censés être exhaustifs, tant en ce qui a trait au nombre de questions énumérées qu'à la portée des pouvoirs de réglementation prévus à l'égard desdites questions.

Dans notre rapport préliminaire, nous recommandions l'ajout d'une disposition omnibus dans les pouvoirs d'établissement de règles prévus par la Loi. Certains observateurs qui ont commenté le rapport préliminaire craignaient qu'une disposition omnibus confère à la Commission des pouvoirs pratiquement illimités[118]. Nous croyons qu'il faut atteindre un équilibre entre les préoccupations légitimes concernant l'autorité législative et la souplesse nécessaire dans la réglementation. Les modifications législatives apportées petit à petit aux champs de compétence dans le but de les élargir ralentissent inutilement le processus d'établissement de règles. Nous constatons que toute règle proposée doit être utile à la réalisation des objets de la Loi et est soumise à une période d'avis public et de commentaire ainsi qu'à l'examen et à l'approbation ministériels. Ces dispositions constitueraient des mesures de contrôle efficaces qui permettraient de s'assurer que la Commission agit dans les limites de ses pouvoirs. De futurs examens quinquennaux donneraient également la possibilité de vérifier si la Commission a exercé ses pouvoirs de manière appropriée.

Dans le rapport préliminaire, nous recommandions d'octroyer à la Commission le pouvoir d'établir des règles relatives à toute question qui, *à son avis*, est utile à la réalisation des objets de la Loi. Nous avons supprimé la phrase « à son avis » afin d'éliminer la subjectivité de la détermination du critère pour permettre de réviser l'utilisation des pouvoirs omnibus d'établissement de règles. Ceci devrait atténuer certaines préoccupations qui ont été exprimées à l'égard de l'octroi à la Commission de ces pouvoirs omnibus d'établissement de règles.

Nous comprenons en outre que certains territoires de compétence des ACVM qui disposent de pouvoirs omnibus d'établissement de règles n'utilisent pas dans la pratique ces pouvoirs pour proposer des règles. Cette pratique semble être fondée sur la croyance selon laquelle un pouvoir général d'établissement de règles n'est pas efficace s'il est jumelé à l'octroi d'une liste de champs de compétence particuliers. Nous ne connaissons pas le fondement de cette croyance et nous n'avons pas trouvé d'argument en faveur de cette position dans les principes d'interprétation de la loi et dans le droit administratif. Nous suggérons néanmoins que si notre recommandation est adoptée par le gouvernement de l'Ontario, une attention particulière soit accordée à cette question à l'étape de la rédaction législative afin de s'assurer que la Commission sera en mesure d'utiliser efficacement les pouvoirs omnibus d'établissement de règles proposés.

- Une disposition omnibus assortie de limites raisonnables conviendrait davantage à l'innovation dans l'établissement de règles par la Commission qu'une disposition élargie sur les champs de compétence.
- Le recours périodique au corps législatif pour modifier les pouvoirs d'établissement de règles de la Commission serait bien fondé et fort souhaitable (le rapport du Comité Daniels, précité à la note 11, page 3255).

[118] Voir les lettres d'observations de Simon Romano, des Independent Financial Brokers of Canada, de l'Association canadienne des conseillers en assurance et en finance du Canada et du sous-comité sur les valeurs mobilières de l'Association du Barreau de l'Ontario.

Recommandation :

Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin d'octroyer à la Commission des pouvoirs « omnibus » d'établissement de règles essentiellement identiques à ceux conférés au lieutenant-gouverneur en conseil en vertu de l'alinéa 143(2)b) de la Loi. La Commission devrait jouir du pouvoir d'établir des règles relatives à toute question qui est « utile à la réalisation des objets de la Loi ».

7.3 Nécessité de rationaliser le processus d'établissement de règles

L'établissement de règles confère souplesse et adaptativité à l'adoption de politiques et à la réglementation. En règle générale, les commentaires reçus par le Comité appuient les pouvoirs de la Commission et considèrent l'établissement de règles comme un outil réglementaire efficace[119]. Cependant, les préoccupations exprimées visent le délai nécessaire pour établir une règle[120]. Il faut généralement un minimum de 18 mois pour établir une règle de portée nationale ou multilatérale. Le marché évolue beaucoup plus rapidement. L'Ontario doit adopter un processus d'établissement de règles plus dynamique, tout en conservant les mesures appropriées de contrôle de la responsabilité et de la transparence.

A) DURÉE DE LA PÉRIODE DE CUEILLETTE DES COMMENTAIRES ET D'APPROBATION MINISTÉRIELLE

Dans notre rapport préliminaire, le Comité a étudié les améliorations qui pourraient être apportées au processus d'établissement de règles en vue de le rationaliser. Nous avons noté que l'Alberta et la Colombie-Britannique ont toutes deux un processus d'établissement de règles semblable à celui de l'Ontario, abstraction faite de plusieurs différences importantes, notamment la durée de la période accordée pour recueillir les avis et le procédé d'obtention de l'approbation ministérielle[121]. Nous nous sommes donc demandé si le fait de rendre le processus d'établissement de règles prévu par la Loi conforme à celui adopté par l'une ou l'autre de ces provinces nous permettrait d'atteindre notre objectif de rationalisation et faciliterait l'adoption d'une réglementation harmonisée dans l'ensemble du pays sans compromettre le processus de consultation publique ou la prérogative du ministre d'examiner les initiatives de la Commission

---

119 Voir les lettres d'observations concernant la Liste des questions de fond de la Commission des valeurs mobilière de l'Alberta, du Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, de l'ACCOVAM, de Torys s.r.l., de la Bourse de croissance TSX, de l'ICCA, d'Osler, Hoskin et Harcourt s.r.l., de Simon Romano, de Glorianne Stromberg, de l'Association canadienne des conseillers en assurance et en finance et de la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique.

120 Voir les lettres d'observations concernant la Liste des questions de fond de l'ACCOVAM, de Torys s.r.l., de la Bourse de croissance TSX et de l'Association canadienne des conseillers en assurance et en finance.

121 Par exemple, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique doit obtenir en principe l'approbation ministérielle avant de publier une règle et le consentement ministériel après avoir établi une règle. La Commission doit obtenir l'approbation ministérielle après avoir établi une règle. La Commission des valeurs mobilières de l'Alberta n'est pas tenue d'obtenir l'approbation ministérielle officielle ni avant ni après l'adoption d'une règle.

en matière de réglementation. Dans ce contexte, nous avons formulé deux recommandations, notamment :

- que la période initiale minimale de soumission des commentaires relatifs aux règles soit raccourcie de 90 à 60 jours et que la période initiale minimale de soumission des commentaires relatifs aux politiques soit raccourcie de 60 à 30 jours;
- que la période de l'examen ministériel des règles soit raccourcie de 60 à 30 jours.

La plupart des observateurs qui ont commenté le rapport préliminaire s'opposaient à ces recommandations[122]. Les observateurs sont convaincus que l'effet net cumulatif de nos recommandations serait de sacrifier une discussion publique complète au nom de l'opportunisme. Les intervenants ont souligné que les coûts associés à la mise en œuvre de la nouvelle réglementation risquent d'être élevés et qu'il est essentiel d'assurer la transparence complète et une discussion franche des différents points de vue dans le processus d'établissement de règles. À cet égard, les observateurs considéraient en général les délais raccourcis proposés comme étant peu réalistes et insuffisants pour obtenir des commentaires adéquats de la part des participants au marché. Nous avons revu nos recommandations préliminaires à la lumière des préoccupations soulevées par les observateurs et nous avons décidé de les exclure de notre rapport final.

Nous avions recommandé dans le rapport préliminaire de raccourcir la période prévue pour l'examen ministériel des règles. Un observateur a émis des réserves à ce sujet, craignant que le procédé d'examen ministériel puisse être utilisé par les lobbyistes pour « défaire » ou « refaire » les règles de la Commission[123]. Nous constatons que la recommandation du Comité Daniels d'octroyer à la Commission le pouvoir d'établir des règles était fondée sur un certain nombre de principes fondamentaux, y compris la « nécessité de préserver une responsabilité politique appropriée pour le système de réglementation des valeurs mobilières » [traduction]. Le Comité Daniels croyait fermement que le gouvernement de l'Ontario pouvait jouer un rôle légitime à l'égard des questions liées aux valeurs mobilières qui avaient des répercussions d'intérêt public plus vastes. Le Comité Daniels était persuadé par ailleurs qu'il était important de disposer d'un mécanisme gouvernemental quelconque pour se protéger contre les actions arbitraires de la Commission. Il a donc recommandé que les règles de la Commission soient soumises à une forme quelconque d'examen gouvernemental[124]. En formulant cette recommandation, le Comité

---

122 Voir les lettres d'observations des Independent Financial Brokers of Canada, de l'Institut des fonds d'investissement du Canada, de l'ICCA, du sous-comité sur les valeurs mobilières de l'Association du Barreau de l'Ontario, de Simon Romano, de BMO Nestbitt Burns et de l'Association des banquiers canadiens.

123 Lettre d'observations de la Commission des valeurs mobilières de la Nouvelle-Écosse.

124 Même si les Modifications de 1994 exigeaient que les règles de la Commission soient soumises à l'approbation ministérielle, le rapport du Comité Daniels recommandait que la loi confère au Cabinet le pouvoir explicite d'approuver ou de modifier les règles de la Commission pendant une période de désapprobation (voir le Rapport Daniels, précité à la note 11, page 3229).

Daniels a déconseillé la désapprobation fréquente des règles de la Commission par le gouvernement puisque cela aurait pour effet d'« atténuer l'engagement des intervenants à participer activement au processus d'avis et de commentaires de la Commission » [traduction], que le Comité Daniels considérait comme la principale tribune pour les délibérations et les débats publics concernant l'établissement des règles relatives aux valeurs mobilières[125].

Nous appuyons le procédé d'examen ministériel actuel et nous partageons les opinions exprimées par le Comité Daniels. La période d'examen ministériel procure légitimement aux intervenants une occasion d'exercer des pressions sur le ministre s'ils croient qu'une règle proposée est entachée ou que les commentaires qu'ils ont exprimés durant la période de commentaires n'ont pas été adéquatement pris en considération. Cependant, il est extrêmement important d'assurer la transparence autour des questions qui sont soulevées directement auprès du ministre durant la période d'examen ministériel afin de ne pas amoindrir l'intégrité et la transparence du processus d'avis public et de commentaires. En particulier, le ministre devrait indiquer les noms des commentateurs qui ont exprimé des préoccupations au sujet d'un projet de règle particulier ainsi que la nature de ces préoccupations. Ceci, à son tour, permettra à la Commission de respecter son obligation légale de rendre public le fait qu'une règle a été rejetée ou renvoyée par le ministre et d'en fournir les motifs.

Recommandation :

Nous recommandons que le ministre indique les noms des intervenants qui ont fait part de leurs préoccupations à l'égard d'un projet de règle particulier durant la période d'examen ministériel ainsi que la nature de ces préoccupations. Ceci, à son tour, permettra à la Commission de respecter son obligation légale de rendre public le fait qu'une règle a été rejetée ou renvoyée par le ministre et d'en fournir les motifs.

B) RÉÉDITION EN VUE D'OBTENIR DES COMMENTAIRES

En examinant les améliorations à apporter pour rationaliser le processus d'établissement de règles, le Comité s'est également penché sur l'exigence actuelle de publier de nouveau un projet de règle ou de politique afin d'inviter les intervenants à émettre des commentaires.

En vertu de la Loi, la Commission est tenue de publier de nouveau un projet de règle ou de politique afin de solliciter des commentaires si elle « se propose d'apporter des changements importants » à la règle ou à la politique. Il s'agit d'un critère objectif. En Alberta et en Colombie-Britannique, la Commission doit publier de nouveau le document si elle propose d'apporter à un projet de règle une modification qu'elle considère importante. Concrètement, la décision revient à un tribunal spécialisé en Colombie-Britannique et en Alberta. Aux États-Unis, une période ultérieure de cueillette de commentaires n'est pas nécessaire, pourvu que la règle définitive soit

[125] Voir le Rapport Daniels précité à la note 11, page 3229.

« une conséquence logique du processus de réglementation à la lumière du projet original et de l'appel de commentaires » [traduction]. Le critère utilisé aux États-Unis aide la SEC à déterminer dans quelles circonstances il est justifié de rééditer les documents.

Nous avons trouvé de nombreux exemples de règles et de politiques de la Commission qui ont été republiées trois ou quatre fois en vue de recueillir des commentaires[126]. Dans pareil cas, il n'est pas rare que le processus d'établissement de règles s'étale sur trois ou quatre ans. Nous ne savons pas avec certitude si les avantages de la publication multiple l'emportent toujours sur les inconvénients des retards consécutifs dans le processus d'établissement de règles. Par conséquent, dans notre rapport préliminaire, nous avons proposé d'adopter une autre solution fondée sur des éléments empruntés aux critères de réédition des États-Unis, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique et à laquelle seraient intégrées des lignes directrices supplémentaires. Nous avons recommandé notamment que la Loi soit modifiée afin d'exiger que la Commission publie un nouveau projet de règle aux fins de commentaires seulement si la Commission propose des changements qu'elle juge importants en raison de ce qui suit :

a) la nature des changements proposés à la règle dans son ensemble;

b) elle désire savoir si la règle finale est la conclusion logique du processus d'élaboration des règles lorsqu'on l'étudie en tenant compte de la règle proposée à l'origine et de la demande de commentaires.

Nous avons recommandé en outre l'adoption d'un critère semblable pour la réédition de projets de politiques. En formulant cette recommandation, nous avons noté que le processus d'examen ministériel pourrait représenter un mécanisme de contrôle efficace pour s'assurer que la Commission publie de nouveau un projet de règle aux fins de commentaires dans les cas appropriés. En particulier, le ministre détient le pouvoir de renvoyer une règle à la Commission pour un nouvel examen et, dans ce contexte, il pourrait demander qu'elle soit publiée de nouveau afin d'obtenir des avis.

Nous avons reçu plusieurs lettres d'observations concernant cette recommandation. La plupart des observateurs s'opposaient à l'élément subjectif du critère proposé et craignaient que notre proposition ait pour effet que des changements importants ne soient pas publiés de nouveau aux fins de commentaires[127]. Cependant, de nombreux observateurs appuyaient l'idée d'établir des lignes directrices pour indiquer à la Commission dans quelles circonstances une nouvelle

---

[126] Voir, par exemple, les antécédents de publication des règles de la CVMO 31-502 sur les normes de compétence pour les personnes inscrites, 41-501 sur les exigences générales relatives au prospectus, 61-501 sur les offres d'achats d'initiés, les offres de rachat, les opérations de fermeture et les opérations entre personnes apparentées et 91-504 sur les produits dérivés négociés hors bourse.

[127] Voir les lettres d'observations de l'Association des banquiers canadiens, de l'Association canadienne des conseillers en assurance et en finance et de BMO Nesbitt Burns.

publication est justifiée[128]. À la suite des commentaires que nous avons reçus, nous avons éliminé l'élément subjectif de notre recommandation et nous continuons à recommander l'ajout de lignes directrices à la Loi afin d'indiquer dans quelles circonstances la nouvelle publication d'une règle ou d'une politique aux fins de commentaires est justifiée.

Enfin, pour aider les participants au marché dans leur examen des changements apportés aux règles et aux politiques, nous recommandons également que la Commission publie des versions marquées de ses règles et politiques lorsqu'elle i) apporte des changements aux règles et aux politiques existantes et ii) lorsqu'elle publie de nouveau un projet de règle ou de politique aux fins de commentaires.

Recommandations :

1. Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin d'exiger que la Commission publie de nouveau une règle proposée aux fins de commentaires si la Commission propose des changements qu'elle juge importants en raison de ce qui suit :

   a) la nature des changements proposés à la règle dans son ensemble;

   b) elle désire savoir si la règle finale est la conclusion logique du processus d'élaboration des règles lorsqu'on l'étudie en tenant compte de la règle proposée à l'origine et de la demande de commentaires.

   Nous recommandons en outre l'adoption d'un critère semblable pour la réédition de projets de politiques.

2. Nous recommandons que la Commission publie des versions marquées de ses règles et politiques lorsqu'elle i) apporte des changements aux règles et aux politiques existantes et ii) publie de nouveau un projet de règle ou de politique aux fins de commentaires.

C) PROGRAMME CHARGÉ ET PERFECTIONNISME EXCESSIF

Nous nous préoccupons du fait que les méthodes internes de la Commission ralentissent le processus d'établissement de règles. Sous ce rapport, nous soulignons le nombre d'initiatives inscrites au programme d'action de la Commission à un moment donné et le temps qu'il lui faut souvent pour les réaliser. Il nous semble que la Commission essaie d'en faire trop. Pendant que s'écoulent les années requises pour établir des règles, les problèmes ou les pratiques non efficientes qu'elles visent à résoudre ou à corriger persistent. Nous nous préoccupons également du fait que le nombre d'initiatives inscrites au programme d'établissement de règles de la

[128] Voir les lettres d'observations de l'Association canadienne des conseillers en assurance et en finance, de l'Institut canadien de relations avec les investisseurs, du Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario et de l'ICCA.

Commission n'ait pas encouragé les divers intervenants à participer pleinement au processus de collecte de commentaires sur les projets de règles.

Nous recommandons que la Commission examine ses méthodes afin de déterminer où se produisent les goulots d'étranglement. Elle devrait ensuite se doter de normes internes qui fixeraient, à l'intention du personnel, des délais acceptables pour étudier les commentaires reçus à l'égard d'un projet de règle ou de politique. Chaque année, le personnel devrait rendre compte à la Commission de son rendement en fonction de ces normes et la Commission devrait publier ces normes internes et rendre compte de ses résultats par rapport à celles-ci[129].

Nous avons reçu un certain nombre de commentaires à l'égard de cette recommandation dans le rapport préliminaire. Tous les observateurs appuyaient fortement cette recommandation. Une lettre d'observations suggérait également que l'efficacité des travaux d'élaboration des politiques de la Commission pourrait aussi être considérablement améliorée si la Commission ne visait pas la perfection dans ses projets de règles. Cet observateur était d'avis qu'il fallait plutôt mettre l'accent sur l'amélioration continue au moyen d'une succession de solutions axées sur les objectifs qui, bien qu'imparfaites, pourraient être rajustées. Cet observateur faisait remarquer notamment :

> Dans leur quête de solutions parfaites, les ACVM ont tendance à retarder la mise en œuvre des changements jusqu'à ce que, dans certains cas, l'événement qui a donné naissance aux changements proposés cesse d'être d'actualité. Une démarche qui chercherait des solutions pratiques, sinon parfaites, améliorerait considérablement le processus des ACVM. Parce que l'élaboration des politiques des ACVM est souvent retardée, on note une tendance à retarder l'élaboration des politiques en accordant une dispense discrétionnaire. ... Pour éviter ceci, il est essentiel d'améliorer l'efficacité du processus d'élaboration des politiques des ACVM[130] [traduction].

Nous partageons l'opinion de cet observateur et nous croyons que pour favoriser la mise en œuvre en temps opportun des changements, la Commission et les ACVM devraient être prêtes à adopter des solutions pratiques, même si elles ne sont pas parfaites.

---

129 Voir la lettre d'observations du Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario qui recommandait que la Commission publie ses normes internes relatives à l'établissement des règles et qu'elle rende compte de ses résultats par rapport à celles-ci.

130 Voir la lettre d'observations de la Commission des valeurs mobilières de la Nouvelle-Écosse.

Recommandation :

1. Nous recommandons que la Commission limite le nombre de projets qu'elle entreprend et qu'elle concentre ses ressources sur un nombre restreint de questions stratégiques cruciales. Nous recommandons en outre que la Commission rationalise son processus interne d'établissement de règles en adoptant des normes internes régissant l'élaboration de projets de règles et de politiques et en fixant des échéanciers modèles pour étudier les commentaires se rapportant à une règle ou à une politique et y répondre. Nous recommandons que la Commission publie ces normes internes et qu'elle rende compte de ses résultats par rapport à celles-ci.

2. Afin de favoriser la mise en œuvre en temps opportun des changements apportés aux politiques, nous encourageons la Commission et les ACVM à adopter des solutions pratiques, même si elles ne sont pas parfaites.

7.4 Analyses coûts-avantages

La Commission est tenue de publier dans le Bulletin un avis relatif à toutes les règles qu'elle se propose d'établir[131]. Cet avis doit comprendre « une description des coûts et avantages prévus du projet de règle »[132]. En conséquence, les versions préliminaire et définitive des règles comportent un article traitant des coûts et des avantages. Par le passé, ces articles, souvent passe-partout, offraient un aperçu général des avantages du projet de règle et de certains des coûts qui y sont liés. Il est courant de trouver l'énoncé suivant à la fin de tels articles : « D'après son expérience à ce jour, la Commission croit que les avantages du projet de règle en justifient les coûts[133] » [traduction]. Les avis renferment rarement des données empiriques appuyant ces conclusions. En comparaison, la SEC indique souvent les coûts et les avantages précis associés aux projets de règles[134]. La SEC encourage les observateurs à fournir des preuves empiriques pour évaluer si la

---

131 Paragraphe 143.2(1) de la Loi.

132 Paragraphe 143.2(2) de la Loi.

133 Voir, par exemple, l'avis de projet de règle 33-503 traitant des changements apportés aux renseignements sur l'inscription, l'annulation de l'avis et la révocation de règlements en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières*, http://www.osc.gov.on.ca/en/Regulation/Rulemaking/Rules/33-503_rule.html (17 septembre 1999) ainsi que l'avis de la règle 31-507 de la CVMO sur l'appartenance aux OAR et les courtiers en valeurs mobilières, http://www.osc.gov.on.ca/en/Regulation/Rulemaking/Rules/31-507_oscrule_20000630.html (30 juin 2000).

134 SEC, *Exemption for the Acquisition of Securities During the Existence of an Underwriting of Selling Syndicate*, 17 CFR partie 270, numéro de publication IC-24775, n° de dossier S7-20-00, RIN 3235-AH57, ou en ligne à l'adresse http://www.sec.gov/rules/proposed/ic-24775.html.

réglementation proposée améliorera l'efficacité des marchés des valeurs mobilières et augmentera la confiance des participants envers les marchés financiers[135].

Le Comité croit qu'à titre de pratique générale avant la mise en œuvre d'un règlement, les organismes de réglementation des valeurs mobilières devraient réclamer, commander ou effectuer des études empiriques visant à permettre aux responsables de la réglementation d'évaluer l'efficacité, les coûts et les avantages du règlement proposé. Cette analyse coûts-avantages devrait comprendre, dans la mesure du possible, une description de la documentation de soutien générale et des preuves empiriques sur lesquelles l'analyse repose. Cela donne aux investisseurs et aux participants au marché la possibilité d'évaluer les analyses de la Commission et de les remettre en question au moyen du processus de commentaires ou d'apporter des données empiriques supplémentaires à soumettre à l'examen de la Commission.

Le Comité souligne que la Commission a récemment apporté des améliorations à cet égard. Par exemple, dans une proposition conceptuelle récemment émise par la Commission concernant un nouveau barème des droits, l'avis qui l'accompagnait contenait une analyse très utile des répercussions économiques de la proposition conceptuelle sur les participants au marché[136]. Nous encourageons la Commission à continuer d'inclure des analyses de cette nature et du type dont nous parlons dans ses futures règles.

Cependant, il sera parfois soit inutile, soit impossible de recueillir et d'évaluer des données empiriques et d'effectuer l'analyse coûts-avantages recommandée. Dans certains cas, même si on peut recueillir certaines données, on ne pourra pas nécessairement s'en servir pour réaliser une analyse statistiquement significative. Dans les cas où la Commission ne procède pas à des analyses coûts-avantages plus détaillées avant de présenter un nouveau règlement, elle devrait expliquer pourquoi cela ne lui était pas possible.

La réglementation qui n'est pas harmonisée avec les lois sur les valeurs mobilières dans d'autres territoires de compétence des ACVM peut s'avérer coûteuse pour les émetteurs. Par conséquent, nous croyons que les analyses coûts-avantages devraient également préciser si un projet de règle contribuera à harmoniser les lois sur les valeurs mobilières d'un bout à l'autre du Canada. En particulier, l'avis accompagnant un projet de règle devrait présenter les effets prévus de la

---

135 Un énoncé type tiré d'un communiqué de la SEC, visant à obtenir des commentaires de la part des participants aux marchés financiers sur un sujet donné, se lit ainsi : « La Commission demande des commentaires sur tous les aspects de cette analyse coûts-avantages, y compris une mise en lumière des coûts ou des avantages supplémentaires des modifications proposées. La Commission incite les commentateurs à mentionner ou à fournir toutes les données pertinentes concernant les coûts ou les avantages des modifications proposées. » [traduction] Voir, par exemple, le document de la SEC *Firm Quote and Trade-Through Disclosure Rules for Options*, 17 CFR partie 240, n° de publication 34-43085, n° de dossier S7-17-00, RIN 3235-AH96, ou en ligne à l'adresse http://www.sec.gov/rules/proposed/34-43085.htmllink.17.

136 Avis et demande de commentaires 11-901 sur la proposition conceptuelle de révision de l'annexe 1 (droits) du règlement pour l'application de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario) (2001), 24 OSCB 1971.

nouvelle règle ou politique sur l'harmonisation et la coopération[137]. Si l'adoption de la règle est susceptible de nuire à l'harmonisation ou à la coopération, la Commission devrait expliquer pourquoi la règle devrait être adoptée quand même.

Recommandation :

1. Lorsque la Commission entreprend des analyses coûts-avantages des projets de règles, telles qu'elles sont prescrites par la Loi, nous recommandons qu'elle réalise, ou demande que soient réalisées, des études empiriques afin d'évaluer l'efficacité, les coûts et les avantages des règles proposées pour déterminer l'efficacité des règlements proposés.

2. Nous recommandons que chaque analyse coûts-avantages que la Commission entreprend à l'égard d'un projet de règle précise si la règle en question contribuera à harmoniser les lois sur les valeurs mobilières d'un bout à l'autre du Canada tout en décrivant les effets prévus de la nouvelle règle sur l'harmonisation et la coopération. Si l'adoption de la nouvelle règle est susceptible de nuire à l'harmonisation ou à la coopération, la Commission devrait expliquer pourquoi cette règle devrait néanmoins être adoptée.

7.5 Décisions et ordonnances générales

Les décisions et ordonnances générales[138] sont des décisions ou des ordonnances d'application générale rendues par un organisme de réglementation des valeurs mobilières qui dispense certaines catégories d'échanges, de titres, de sociétés, d'opérations et d'autres questions des exigences réglementaires autrement applicables[139]. Les décisions et les ordonnances générales s'appliquent à quiconque correspond aux personnes désignées dans ces documents et évitent aux participants aux marchés financiers d'avoir à demander à la Commission de rendre une décision ou une ordonnance ponctuelle distincte. Les décisions et les ordonnances générales éliminent les coûts, les retards et les incertitudes découlant des demandes individuelles de dispense discrétionnaire. La capacité de rendre des décisions et des ordonnances générales relativement à des situations récurrentes non litigieuses constitue pour l'autorité de réglementation un autre précieux outil qui lui permet de s'adapter rapidement à l'évolution du marché.

Le Comité Daniels a reconnu l'importance des décisions et des ordonnances générales au sein d'un régime moderne de réglementation des valeurs mobilières. Dans son rapport provisoire, le Comité Daniels a fait remarquer ce qui suit :

---

137 Voir la lettre d'observations d'Ogilvy Renault.

138 Les ordonnances sont rendues en vertu des pouvoirs de dispense de la Commission aux articles 83, 144 et 147 de la Loi. Les décisions sont rendues en vertu des pouvoirs de dispense de la Commission au paragraphe 74(1) de la Loi.

139 Avant les modifications de 1994, la Commission pouvait, en vertu de divers pouvoirs de dispense légale, rendre des décisions et des ordonnances générales. Par exemple, la Commission avait le pouvoir, en vertu du paragraphe 121(2) de la Loi, de dispenser toutes les catégories de personnes physiques ou morales ou d'opérations des exigences de la partie 21 de la Loi.

> Si elle est utilisée à bon escient, la décision générale constitue un moyen efficace d'élaboration de politiques supplémentaires par la Commission. Plus particulièrement, la décision générale permet à la Commission d'exercer ses pouvoirs de dispense discrétionnaire à l'égard d'une catégorie d'affaires qui comportent des faits semblables ou identiques à propos desquels la Commission a une expérience considérable en matière de réglementation. Les décisions générales permettent aux parties d'éviter les coûts et l'incertitude liés aux audiences réglementaires concernant les questions à l'égard desquelles la Commission a arrêté sa pensée[140] [traduction].

En fin de compte, le Comité Daniels a toutefois décidé, dans son rapport final, que si la Commission était investie du pouvoir d'établissement de règles, elle éprouverait moins le besoin de recourir aux décisions et aux ordonnances générales. Il a recommandé l'inclusion de règles de dispense, sous réserve d'exigences en matière d'avis et de commentaires, dans le cadre du pouvoir général de réglementation octroyé à la Commission[141] :

> Le remplacement des décisions générales par des règles de dispense aurait pour avantage de simplifier le régime en réduisant le nombre d'instruments réglementaires utilisés. Plus important encore, cependant, ces règles de dispense seraient assujetties aux exigences en matière d'avis et de commentaires, ainsi qu'à la période de désapprobation du Conseil des ministres que nous recommandons généralement pour les règles. Actuellement, la Commission n'est pas légalement tenue de respecter ces exigences. D'un point de vue prévisionnel, nous considérons que ces mesures de protection procédurale sont opportunes et nécessaires compte tenu du caractère quasi réglementaire des décisions et des ordonnances générales[142] [traduction].

Le gouvernement de l'Ontario a accepté la recommandation du Comité Daniels et retiré à la Commission son pouvoir de rendre des décisions et des ordonnances générales, dans le cadre des modifications de 1994[143]. Nous avons toutefois reçu de nombreuses lettres d'observations qui appuient le rétablissement du pouvoir de la Commission de rendre des décisions et des ordonnances générales afin de réagir rapidement aux questions d'actualité qui sont d'intérêt général[144].

Nous croyons que les décisions et ordonnances générales complètent le processus d'établissement de règles plutôt que de lui faire obstacle. Les bulletins hebdomadaires foisonnent d'exemples de demandes de dispenses couramment accordées par la Commission. Il serait beaucoup plus efficient que la Commission rende une décision ou une ordonnance générale

---

140 Rapport du Comité Daniels, précité à la note 11, page 22.

141 Par exemple, les alinéas 8 et 20 du paragraphe 143(1) de la Loi donnent à la Commission le pouvoir d'établir des règles, des dispenses relatives aux conditions d'inscription et aux exigences applicables aux prospectus prévues par la Loi ou le pouvoir de retirer les dispenses relatives à ces exigences.

142 Rapport du Comité Daniels, précité à la note 11, page 3223.

143 Il est maintenant interdit à la Commission, en vertu du paragraphe 143.11 de la Loi, de rendre des ordonnances ou des règles d'application générale.

144 Voir les lettres d'observations des Certified General Accountants of Ontario, de l'Association des conseillers en gestion de portefeuille du Canada, de la Banque Royale du Canada, du Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, de l'Association des banquiers canadiens, de la Commission des valeurs mobilières de la Nouvelle-Écosse et du sous-comité sur les valeurs mobilières de l'Association du Barreau de l'Ontario. Voir également les lettres d'observations concernant la Liste des questions de fond de la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique et de Torys s.r.l.

lorsque la nécessité d'une dispense pour l'ensemble des participants devient apparente. Par exemple, plutôt que de rendre chaque semaine des décisions et des ordonnances identiques pour des demandeurs individuels, la Commission aurait pu rendre des décisions et des ordonnances générales pour :

- permettre aux fonds communs de placement de suivre les indices boursiers sans enfreindre les limites de concentration;
- accorder une dispense des exigences relatives à l'inscription et au prospectus à l'égard des opérations sur titres échangeables;
- permettre à des courtiers apparentés de placer les titres de sociétés émettrices auxquelles ils sont liés, sous réserve de conditions appropriées.

Bien que nous croyions que la Commission devrait pouvoir rendre des décisions et des ordonnances générales, nous sommes conscients des préoccupations exprimées quant à la prolifération des instruments de réglementation et à la responsabilité ministérielle. Par conséquent, nous recommandions dans notre rapport préliminaire que toute décision ou ordonnance générale soit assujettie à une période de temporarisation de trois ans à compter de la date à laquelle elle est rendue. Cela donnerait à la Commission assez de temps pour préparer un projet de règle sur la question des décisions et des ordonnances générales, puis le publier afin d'inviter le public à émettre des commentaires et, enfin, le soumettre à l'approbation du ministre.

Deux observateurs qui ont commenté cette recommandation ne croyaient pas cependant qu'une période de temporisation était nécessaire[145]. Ils soutenaient que la disposition de temporisation proposée créerait des inefficiences dans le système et que nos préoccupations n'étaient pas justifiées puisque la portée des décisions générales proposées par le Comité était restreinte de façon à prévoir seulement des exemptions. Nous nous préoccupons également du fait que l'inclusion d'une disposition de temporisation pourrait nuire aux participants au marché qui se fient aux exemptions si la Commission était incapable d'établir une règle en temps opportun. Nous soulignons par ailleurs que d'autres organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada qui sont habilités à rendre des décisions générales ne sont pas assujettis à une disposition de temporisation. Le bien-fondé de l'harmonisation à cet égard jouait contre l'inclusion d'une disposition de temporisation dans la Loi. Nous avons par conséquent supprimé de notre recommandation l'exigence d'une période de temporisation.

Nous avons également rejeté la suggestion voulant que les décisions générales soient assujetties à une période d'avis public et de commentaires de 30 jours[146]. Même si nous convenons que la Commission devrait s'il y a lieu et si cela est approprié obtenir l'avis du public au sujet d'une

---

145 Voir les lettres d'observations de l'Association des banquiers canadiens et de la Commission des valeurs mobilières de la Nouvelle-Écosse.

146 Voir la lettre d'observations du Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario.

décision générale proposée, nous ne croyons pas que les avis et les commentaires devraient être exigés par la loi pour les décisions générales. Nous nous préoccupons du fait qu'une période d'avis et de commentaire obligatoires ne soit pas possible puisque les demandes de dispense sont souvent limitées par le temps.

Recommandation :

Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin de permettre à la Commission de rendre des décisions et des ordonnances générales qui ne prévoient que des dispenses.

7.6 Publication des demandes de dispense accordées ou refusées en vertu des règles

À l'heure actuelle, lorsque la Commission accorde une dispense en vertu de la Loi, l'ordonnance accordant cette dispense est publiée dans le Bulletin, ce qui permet à tous de comprendre les raisons pour lesquelles elle a été accordée. La Commission n'a pas encore adopté systématiquement la même démarche lorsqu'il s'agit des dispenses relatives aux règles sur les valeurs mobilières[147]. Nous croyons que les participants au marché profiteraient d'une telle transparence. Nous recommandons par conséquent que la Commission publie les ordonnances accordant une dispense relative aux règles sur les valeurs mobilières. Nous recommandons en outre que la Commission fournisse des avis de refus de dispense et le motif des refus, à condition de ne pas divulguer l'identité du demandeur[148].

Recommandation :

Nous recommandons que la Commission publie des ordonnances de dispense selon les exigences des règles sur les valeurs mobilières. Nous recommandons en outre que la Commission fournisse des avis de refus de dispense et le motif des refus, à condition de ne pas divulguer l'identité du demandeur.

7.7 Examen du droit ontarien sur les valeurs mobilières

La Loi exige que le ministre des Finances constitue, tous les cinq ans, un comité consultatif chargé d'examiner les lois, les règlements et les règles se rapportant aux questions dont traite la Commission et aux besoins législatifs de la Commission[149]. Nous faisons partie du premier

---

147 À titre d'exemple, la Commission publie des ordonnances de dispense rendues en vertu de la règle CVMO 61-501 portant sur les offres d'achats d'initiés, les offres de rachat, les opérations de fermeture et les opérations entre personnes apparentées.

148 Trois observateurs ont convenu que la Commission devrait diffuser sur le marché les avis de refus de dispense, tout en recommandant que l'identité du demandeur ne soit pas divulguée. Nous étions d'accord avec cette observation et nous avons revu en conséquence notre recommandation dans le rapport préliminaire.

149 La Loi, paragraphe 142.12.

comité de ce type ayant été mis sur pied. Le Comité s'est penché sur la disposition dans la Loi qui oblige le ministre à désigner un comité tous les cinq ans. Comme nous l'avons mentionné dans l'introduction, le ministre devra constituer le prochain comité à la fin de 2004. Cela pourrait se produire trop tôt après la présentation du présent rapport. Par conséquent, nous sommes d'avis que les futurs comités d'étude devraient être nommés cinq ans après la date de remise du rapport définitif du comité précédent, comparativement à la disposition actuelle.

Nous avons reçu des commentaires portant sur la composition de ces comités[150]. Par exemple, l'Institut canadien des relations avec les investisseurs recommande que le ministre envisage de choisir des représentants à la fois d'un émetteur inscrit à plusieurs cotes (canadiennes/américaines) et d'un émetteur inscrit seulement à la Bourse de Toronto afin de s'assurer que les « questions de conformité fondamentales soient discutées d'un point de vue pratique »[151] [traduction]. Nous croyons que la composition du comité devrait refléter une diversité de milieux et d'intérêts associés aux marchés financiers, mais nous faisons remarquer qu'il n'est pas nécessaire que chaque intervenant représentatif fasse partie du comité pour que ses opinions soient prises en considération. Il est plus important que tous les intervenants puissent soumettre les questions qui les préoccupent particulièrement, au moyen du processus que le Comité décidera d'adopter.

Nous avons également reçu des commentaires qui proposaient d'établir des échéanciers pour la remise du rapport préliminaire et du rapport final[152]. Le Comité a pris en considération ces observations et a conclu que pour fonctionner dans des délais plus courts, la Commission devrait recevoir du ministre des Finances une enveloppe budgétaire lui permettant d'engager du personnel à temps plein. En outre, nous notons que le ministre et les futurs comités pourront raccourcir les délais requis pour la rédaction des rapports futurs en précisant davantage la portée de leur mandat.

Recommandation :

Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin d'exiger que les futurs comités d'étude soient nommés cinq ans après la date de remise du rapport final du comité précédent. Nous recommandons en outre que la composition du Comité reflète une diversité de milieux et d'intérêts associés aux marchés financiers.

---

150 Voir la lettre d'observations de l'Institut canadien des relations avec les investisseurs.

151 *Ibid.*

152 Voir les lettres d'observations du Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, de Robert Kyle et de la Bourse de Toronto.

CHAPITRE 8
L'INCIDENCE D'INTERNET

8.1 Aperçu

Internet a créé un nouvel environnement pour les sociétés, les courtiers, les conseillers et les autres intermédiaires, de même que pour les investisseurs. Les sites Web, les babillards électroniques, le courriel et la technologie de diffusion personnalisée permettent de communiquer en temps réel, à grande échelle et à peu de frais. Les recherches indiquent que le réseau Internet n'est pas qu'une voie porteuse d'information : il a estompé les frontières entre l'information, d'une part, et les conseils, la vente et la promotion, d'autre part[153].

En tant que moyen de communication, Internet a une incidence sur un certain nombre de questions, notamment l'inscription, l'application des mesures législatives et la sollicitation de procurations. Les sociétés émettrices utilisent Internet pour effectuer des appels publics à l'épargne, communiquer avec des actionnaires et d'éventuels investisseurs ou tenir des assemblées d'actionnaires. Les intermédiaires se servent d'Internet à des fins de commercialisation et pour communiquer avec des investisseurs potentiels et recevoir des ordres de ces derniers. Les investisseurs particuliers ont quant à eux recours à Internet pour ouvrir et gérer leurs comptes en ligne, pour réaliser des opérations sans l'aide d'un intermédiaire inscrit[154], pour communiquer avec d'autres investisseurs et pour effectuer des recherches et des investissements[155]. Internet offre également aux investisseurs particuliers un accès direct à une quantité inouïe d'information à laquelle seules les institutions et certains investisseurs « de haut calibre » pouvaient accéder.

Dans le présent chapitre, le Comité s'est demandé s'il était nécessaire de modifier la Loi afin de tenir compte de l'utilisation d'Internet par les participants aux marchés financiers. Les questions examinées dans ce contexte sont notamment :

- la tenue des appels publics à l'épargne sur Internet;
- l'acquittement des obligations de transmission par Internet;

---

153 Bank Works Trading Inc., *Making Money on the Web 2001: The Web and Other Channel Preferences* (mars 2001), www.bankworks.com.

154 Quatre-vingt-sept pour cent des gens fortunés qui investissent en ligne (c.-à-d. dont le revenu moyen du ménage est de 100 000 à 125 000 $ et dont l'actif à investir se chiffre entre 100 000 et 160 000 $) font appel à un conseiller dans une certaine mesure. Trente-trois pour cent des investisseurs fortunés, qui font principalement affaire avec un courtier exécutant, disent ne recevoir aucune conseil (*Ibid*).

155 Cinquante-neuf pour cent des Canadiens disposent d'un accès direct à Internet à domicile ou au travail, mais un pourcentage beaucoup moins élevé s'en sert pour des activités significatives (Ipsos-Reid, *Canadian Telecom and IT Review*, troisième trimestre 2000 (http://retailinteractive.ca)). La recherche et le suivi des placements constituent les principales activités des investisseurs fortunés et 95 pour cent d'entre eux font leurs recherches sur Internet (*Ibid*).

- le recours à l'affichage sur Internet à titre de procuration pour l'acquittement des obligations de transmission.

Nous examinons également au chapitre 9 l'incidence d'Internet sur les questions relatives à l'inscription, notamment l'émergence et la réglementation des portails financiers et l'obligation de procéder à des vérifications de pertinence en ce qui a trait aux investisseurs qui négocient des valeurs mobilières sur Internet.

Enfin, Internet a également ouvert de nouvelles avenues à la fraude, du fait qu'il constitue un média rapide, peu coûteux, facile d'utilisation et relativement anonyme. Dans la sixième partie, nous présentons un certain nombre de recommandations qui visent à renforcer le régime d'application de la Loi et qui devraient aider la Commission dans sa lutte contre la cyberfraude visant des valeurs mobilières.

8.2 Application de la réglementation actuelle aux communications par Internet

Les ACMV ont publié à deux reprises des directives d'interprétation soulevant des questions à prendre en considération lorsqu'on a recours aux communications sur Internet dans le cadre d'activités réglementées par la Loi. Ces directives, *l'Instruction canadienne 47-201 – Les transactions sur titres à l'aide d'Internet et d'autres moyens électroniques* et l'*Instruction canadienne 11-201 – La transmission de documents par voie électronique*, n'apportent aucun changement à la Loi[156]. Les participants au marché doivent toujours observer les exigences de la Loi et de ses règlements d'application même s'ils communiquent entre eux par voie électronique. Ces instructions énoncent des lignes directrices, mais permettent aux « participants du marché de déterminer la façon dont ils souhaitent se conformer aux exigences prévues dans les lois sur les sociétés et les lois sur les valeurs mobilières ».

Nous encourageons la Commission à déterminer s'il est nécessaire d'établir des directives supplémentaires à l'égard des communications par Internet et à mettre à jour les énoncés de politique au besoin. Par exemple, on pourrait émettre des directives portant sur des situations où des documents comportant des hyperliens seront considérés par les ACVM comme faisant partie intégrante du dossier de divulgation d'une société, ainsi que sur les types de divulgation du contenu de sites Web qui pourraient soulever des problèmes de responsabilité civile.

---

[156] (1999), 22 OSCB 8173 et (1999), 22 OSCB 8163.

8.3 Loi sur le commerce électronique

Moins d'un an après l'adoption des instructions canadiennes 11-201 et 47-201 par les ACVM, le gouvernement de l'Ontario a promulgué la *Loi de 2000 sur le commerce électronique* (LCE). Des lois semblables ont été soit déposées, soit promulguées dans d'autres provinces.

La LCE visait à « réduire les formalités administratives et éliminer les obstacles juridiques au commerce électronique » afin d'adapter les lois de l'Ontario aux progrès technologiques[157]. La LCE veille à ce que les contrats, les documents et les signatures électroniques aient le même effet juridique que les contrats et documents en papier et les signatures sur papier, établit des règles pour les opérations automatisées, adopte des normes nationales et internationales en matière de droit du commerce électronique et exige un consentement pour la transmission d'information par voie électronique.

Il pourrait y avoir des divergences et même des contradictions entre les deux instructions canadiennes des ACVM et la LCE. Un conflit peut survenir, par exemple, dans le cas où une société émettrice tente de déterminer si elle peut fournir des états financiers à des actionnaires qui ont donné leur consentement en les affichant sur son site Web. Selon l'Instruction canadienne 11-201, on peut généralement s'acquitter des obligations relatives à la transmission de documents en affichant les documents pertinents sur un site Web si l'investisseur y a consenti. À l'opposé, la LCE énonce des cas où le simple fait de rendre des renseignements ou des documents accessibles par voie électronique sur un site Web ne constitue pas une transmission efficace de cette information. Bien que nous n'ayons pas pour mandat de procéder à un examen et à une comparaison approfondis des dispositions de l'Instruction canadienne 11-201 et de la LCE, nous avons noté que d'autres dispositions de la LCE soulèvent des questions quant à ses répercussions sur les directives données par l'Instruction canadienne 11-201.

Nous croyons que les directives offertes par ces instructions canadiennes ont été utiles à de nombreux participants aux marchés financiers et qu'il importe que ceux-ci puissent continuer de se fier à ces instructions. Dans la mesure où il existe des divergences réelles ou perçues entre la LCE et les instructions canadiennes, les ACVM devraient apporter des modifications aux instructions canadiennes, les reformuler sous forme des règles au besoin ou publier un avis expliquant l'interaction entre la LCE et les instructions canadiennes.

---

[157] L.O. 2000, art. 17. Voir le communiqué publié par le gouvernement de l'Ontario le 16 octobre 2001 pour annoncer la promulgation de la LCE.

Recommandation :

Nous recommandons que les ACVM déterminent si les Instructions canadiennes 11-201 et 47-201 s'opposent aux mesures législatives provinciales comme la LCE. Nous sommes d'avis que les ACVM devraient s'assurer que les lignes directrices contenues dans ces mesures demeurent pertinentes et qu'elles devraient émettre un communiqué décrivant leur position à l'intention des participants au marché.

8.4 Offres sur Internet

On a recensé certains cas aux États-Unis et, en moins grand nombre, au Canada, de sociétés émettrices qui réunissaient des fonds en offrant des titres sur Internet. On désigne sous le nom d'« appels directs à l'épargne » les émissions effectuées sur Internet sans la participation d'un placeur. En 1998, E-minerals Exploration Corp., une petite société minière canadienne, a réalisé le tout premier appel direct à l'épargne au Canada. Les investisseurs avaient le droit de souscrire les actions offertes en remplissant l'entente de souscription électronique disponible sur le site Web et en l'envoyant par Internet. Il n'y a pas eu d'autre appel direct pur depuis, bien que certaines sociétés aient offert leurs titres sur Internet en plus d'avoir recours aux services traditionnels de placeurs (p. ex., flowthru.com, en 1999). En outre, aux États-Unis, les émissions sur Internet de titres de créance par divers organismes gouvernementaux remportent de plus en plus de succès et gagnent en popularité.

Les intervenants qui ont commenté la Liste des questions de fond ont indiqué qu'à l'exception des instructions canadiennes 11-201 et 47-201, ni les ACVM ni la Commission n'avaient formulé de lignes directrices en ce qui concerne la façon d'offrir des titres sur Internet en vertu des lois canadiennes actuelles sur les valeurs mobilières. En revanche, ils n'ont pas proposé d'exemples précis de situations nécessitant des lignes directrices. Les participants au marché devraient partir du principe selon lequel la Loi n'interdit d'aucune façon les appels publics à l'épargne sur Internet et que les exigences qui s'appliquent aux émissions sur papier s'appliquent également aux émissions sur Internet. Les ACVM ont offert quelques directives dans l'Instruction canadienne 47–201 mais ont précisé que celles-ci ne modifient aucune exigence de fond des lois sur les valeurs mobilières[158]. En conséquence, le Comité est d'avis qu'il n'est pas nécessaire d'adopter d'autres règlements régissant la vente ou l'offre de titres sur Internet.

Les appels directs purs se déroulent sans la participation d'un courtier inscrit. Toutefois, la Loi stipule que toutes les opérations sur valeurs mobilières (y compris un placement initial par un émetteur) doivent être faites par l'entremise d'un courtier inscrit[159]. Par conséquent, les sociétés émettrices doivent trouver un autre moyen de satisfaire aux exigences relatives aux opérations

---

158 Voir les réponses aux commentaires concernant l'Instruction canadienne 47-201 (1999), 22OSCB ou en ligne à l'adresse osc.gov.on.ca/en/Regulation/Rulemaking/Policies/47-201_19991217.html.

159 La Loi, article 25.

sur valeurs mobilières faites par l'entremise d'un courtier inscrit. Pour les appels directs à l'épargne qui ont eu lieu à ce jour, la société émettrice elle-même s'est inscrite comme courtier dans la catégorie d'« émetteur de valeurs » (c'est-à-dire comme « un émetteur inscrit et autorisé à effectuer des opérations sur valeurs mobilières dans le but de placer ses propres titres seulement pour son propre compte ») [traduction].

Certaines personnes soutiennent que l'obligation pour les sociétés émettrices de s'inscrire comme courtier dans la catégorie d'émetteur de valeurs mobilières constitue une lourde formalité qui les empêche de réaliser rapidement une émission de titres sur Internet. Ces commentateurs croient qu'il serait souhaitable, du point de vue des sociétés émettrices, d'éliminer cette obligation, car cela permettrait ainsi à ces dernières d'émettre des titres sur les marchés plus rapidement.

Cependant, l'élimination de l'exigence relative à l'inscription des émetteurs de valeurs mobilières laisserait sans réponse d'importantes questions concernant la protection des investisseurs[160]. Le Comité ne croit pas qu'il y ait quoi que ce soit de particulier dans une émission sur Internet qui élimine la raison d'être, sur le plan de l'intérêt public, de l'exigence en matière d'inscription. Si on ne suit pas la règle de la connaissance du client et qu'on ne procède pas à des vérifications de pertinence, les investisseurs pourraient bien acheter des valeurs très spéculatives et qui ne conviennent pas à leur situation personnelle, à leur expérience en investissement, à leurs objectifs de placement et à leurs moyens financiers.

De l'avis du Comité, si des évaluations relatives à la pertinence et à la connaissance du client constituent des mesures de protection nécessaires et appropriées dans le cadre des émissions qui ne sont pas effectuées sur Internet, nous ne voyons pas pourquoi elles seraient inutiles dans le cadre des offres sur Internet[161].

Recommandation :

Compte tenu des préoccupations à l'égard de la protection des investisseurs, nous estimons qu'il serait imprudent d'éliminer la disposition selon laquelle les courtiers attitrés doivent participer aux offres sur Internet.

8.5 Modes de transmission

Lorsqu'une société émettrice doit transmettre des documents à ses actionnaires, la Loi ne précise aucun mode de transmission sauf dans le cas des offres d'achat visant la mainmise, où on

---

[160] Voir la lettre d'observations de l'ACCOVAM.

[161] Comme nous l'avons mentionné au chapitre 9, il n'est pas nécessaire que le courtier attitré procède à une analyse de pertinence pour toutes les opérations sur valeurs mobilières, mais toutes les opérations doivent néanmoins être exécutées par l'entremise de courtiers attitrés afin que l'évaluation relative à la connaissance du client, et les mesures de protection qui en découlent, ait lieu.

envisage l'expédition « par courrier affranchi ». Dans l'Instruction canadienne 11-201, les ACVM offrent des lignes directrices à cet égard aux émetteurs qui désirent transmettre des documents par voie électronique. Tant qu'un émetteur répond à quatre critères énoncés dans l'instruction, il peut transmettre les documents par voie électronique à moins qu'un autre mode de transmission soit stipulé par la Loi[162]. Le Comité approuve cette façon de faire, car elle offre une solution souple aux émetteurs qui désirent profiter des avantages de la diffusion par voie électronique, mais leur permet seulement de le faire lorsque le destinataire visé choisit ce mode de transmission.

8.6 Accès-égale-réception

En mai 2000, la SEC a publié un communiqué par lequel elle cherchait à obtenir des commentaires afin de savoir si le modèle actuel de diffusion de l'information prévu par les lois américaines sur les valeurs mobilières devrait être remplacé par un modèle du type « accès-égale-réception »[163]. Selon ce modèle, les investisseurs sont réputés avoir accès à Internet, ce qui permettrait à un émetteur de transmettre des documents en les affichant tout simplement sur son site Web ou celui d'un tiers. Dans le communiqué, la SEC a fait la déclaration suivante :

> Nous croyons que le moment d'instaurer un modèle de type « accès-égale-réception » n'est pas encore venu. L'accès à Internet est plus répandu qu'en 1995, mais bon nombre de personnes dans ce pays ne profitent pas encore des avantages d'un accès rapide aux médias électroniques. En outre, même les investisseurs branchés ne se fieront vraisemblablement pas uniquement à Internet comme seul moyen d'obtenir des renseignements auprès de sociétés émettrices ou d'intermédiaires qui doivent s'acquitter d'obligations de diffusion. Certains investisseurs refusent la diffusion par voie électronique car ils ne veulent pas examiner un gros document à l'écran. D'autres la refusent en raison du temps nécessaire au téléchargement et à l'impression d'un document[164] [traduction].

Les observations qu'a reçues la SEC à ce moment l'ont persuadée de maintenir le système actuel de transmission de documents.

Selon l'Instruction canadienne 11-201, « le fait de diriger un destinataire visé vers le site Web d'un tiers ne constitue pas une transmission valable à moins que le destinataire ait au préalable

---

162 Les quatre critères de transmission de documents par voie électronique sont les suivants :
1. Le destinataire visé du document doit recevoir un avis relatif à la transmission électronique du document ou à sa mise en disponibilité par voie électronique.
2. Le destinataire visé du document doit y avoir facilement accès.
3. L'expéditeur du document doit avoir une preuve suffisante que le document a été transmis au destinataire visé ou mis à sa disposition.
4. Le document reçu par le destinataire visé n'est pas différent du document transmis ou mis à sa disposition par l'expéditeur.

163 *SEC Interpretation: Use of Electronic Media*, n[os] de communiqués 33-7856, 34-42728, IC-24426; n° de dossier S7-11-00 (mai 2000).

164 *Ibid.*

consenti à cette forme de livraison »[165] [traduction]. Ainsi, les ACVM permettraient à un émetteur et à un actionnaire de convenir entre eux que l'émetteur peut s'acquitter de ses obligations relatives à la diffusion de documents par un renvoi au site Web d'un tiers. Cependant, l'Instruction ne transfère pas, et ne saurait transférer, de l'émetteur à l'investisseur, la responsabilité de s'assurer que les actionnaires reçoivent des documents d'information.

Les exigences de la Loi en matière de transmission doivent être réévaluées en tenant compte d'Internet. La Commission ainsi que d'autres membres des ACVM ont réagi à cette nécessité et nous approuvons les mesures qui ont été prises. La prochaine étape consiste à étudier la viabilité du modèle « accès-égale-réception ». Les investisseurs devraient-ils assumer la responsabilité de récupérer des documents sur le site Web de l'émetteur? Qu'en est-il des investisseurs qui n'ont pas accès à Internet ou aux moyens électroniques voulus pour télécharger et imprimer des documents volumineux contenant des graphiques de pointe? En revanche, des données empiriques considérables portent à croire que bon nombre d'investisseurs ne lisent pas tous les documents qui doivent leur être transmis et n'en veulent même pas. Il est également évident qu'avec un modèle « accès-égale-réception », l'industrie réaliserait d'importantes économies qui, nous l'espérons, seraient partagées avec les investisseurs.

Dans notre rapport préliminaire, nous suggérions que, au fur et à mesure qu'évoluent les modes de transmission, l'une des façons pour les ACVM d'intégrer graduellement la diffusion par voie électronique serait de se demander si différentes obligations relatives à la diffusion pourraient s'appliquer à différentes catégories de documents. Par exemple, les documents qui transmettent des renseignements mais ne nécessitent aucune mesure de la part de l'actionnaire (p. ex., les états financiers de la société émettrice) pourraient convenir à la méthode « accès-égale-réception ». Par contre, les documents qui invitent les actionnaires à prendre certaines mesures précises relativement à un événement particulier touchant la société (p. ex., une circulaire d'offre d'achat visant la mainmise ou une circulaire sollicitant des procurations) devraient être livrés d'une façon plus concrète.

À la suite de la publication de notre rapport préliminaire dans lequel nous discutions du modèle « accès-égale-réception », les ACVM ont publié aux fins de commentaires le projet de Norme canadienne 51-102, *Obligation d'information continue*, qui envisage l'adoption d'un modèle « accès-égale-réception » pour certains documents d'information continue. En vertu de cette norme, l'exigence de remise des états financiers et d'un rapport de gestion aux porteurs de titres serait éliminée, mais ces documents continueraient d'être transmis au Système électronique de

---

[165] Cette déclaration figurait dans les réponses aux commentaires jointes à la version définitive de l'IC 11-201. La disposition réelle de l'Instruction se lit comme suit : « La tentative de transmettre des documents en renvoyant un destinataire visé à un tiers fournisseur du document, comme SEDAR, ne constituera probablement pas une transmission valide du document en l'absence du consentement du destinataire visé à ce mode de transmission. »

données, d'analyse et de recherche (SEDAR). Les émetteurs seront seulement tenus de remettre des copies de ces documents aux porteurs de titres qui les demandent[166].

Recommandation :

Les ACVM devraient évaluer le succès du modèle limité d'accès-égale-réception envisagé par le projet de Norme canadienne 51-102 proposé, *Obligation d'information continue*, en vue de déterminer si le modèle d'accès-égale-réception pourrait être élargi de manière à englober d'autres documents qui doivent être remis aux investisseurs en vertu des mesures législatives sur les valeurs mobilières.

---

166 En février 2003, le Forum conjoint des autorités de réglementation du marché financier a publié aux fins de commentaires un document de consultation intitulé *Réexamen de l'information à fournir au point de vente des fonds distincts et des organismes de placement collectif* (2003), 26 OSCB 1443. Le document de consultation envisage l'adoption d'une démarche de type « accès-égale-réception » pour la transmission de documents aux investisseurs dans les fonds communs de placement. Le document contenant le sommaire du fonds, qui remplacerait le prospectus simplifié actuel, devrait être offert aux consommateurs avant la conclusion d'un achat. Toutefois, les documents de base et les dossiers d'information continue d'un fonds seraient accessibles sous forme électronique grâce à un site Internet ou sur support papier, s'il y a lieu.

3e PARTIE

LA RÉGLEMENTATION DES PARTICIPANTS AU MARCHÉ

Dans le cadre de son mandat qui vise à protéger les investisseurs et à promouvoir des marchés financiers justes et efficaces, la Commission réglemente les activités des personnes et des sociétés qui négocient des valeurs mobilières ou qui fournissent des conseils à cet égard. Le régime de réglementation a en outre recours aux organismes d'autoréglementation (OAR) qui exercent un degré de surveillance directe et qui sont responsables de leurs domaines de compétence respectifs. Les OAR sont à leur tour soumis à la surveillance de la Commission. Les OAR peuvent s'avérer très utiles à la Commission pour l'aider à atteindre les objectifs de la réglementation. Dans la présente partie, nous examinons le rôle et la réglementation des principaux participants au marché, y compris les personnes et compagnies inscrites, les OAR et les agences de compensation.

CHAPITRE 9
L'INSCRIPTION

9.1 Inscription

L'obligation de s'inscrire dans le cas des courtiers et des conseillers représente l'un des concepts fondamentaux de la réglementation des valeurs mobilières. L'inscription permet à la Commission d'imposer aux principaux intervenants du marché des exigences relatives aux compétences et aux capitaux et d'imposer et d'appliquer certaines normes de conduite. La Loi stipule qu'aucune personne ou compagnie ne doit « effectuer des opérations » sur valeurs mobilières ou agir à titre de « conseiller » sans être inscrite comme courtier ou comme conseiller[167].

Le Comité s'est intéressé particulièrement à deux questions au cours de son examen des dispositions de la Loi concernant l'inscription. La première concerne la portée large de l'exigence d'être inscrit pour effectuer une « opération » sur valeurs mobilières. La deuxième est la convergence entre les opérations sur valeurs mobilières et les conseils à cet égard. Les entreprises et les particuliers qui se sont inscrits pour négocier des valeurs mobilières à titre de courtiers et d'employés de courtiers fournissent de plus en plus de conseils financiers à leurs clients avant d'effectuer une opération. Cependant, les exigences en matière de compétence pour les courtiers et leurs employés n'ont pas changé et reposent toujours sur l'hypothèse selon laquelle le courtier et ses employés fournissent principalement des services d'exécution d'opérations et non des conseils financiers.

9.2 L'exigence d'être inscrit pour « effectuer des opérations » sur valeurs mobilières devrait-elle être modifiée?

La définition d'une « opération » est très large[168] et comprend toute action « visant directement ou indirectement la réalisation d'une opération ». La Loi prévoit certaines dispenses des

---

167 La Loi, alinéa 25.1 (1).

168 « Opération » s'entend notamment :

a) de la vente ou de l'aliénation d'une valeur mobilière à titre onéreux, que les modalités de paiement prévoient le versement d'une marge ou d'un acompte ou toute autre chose. La présente définition exclut l'achat d'une valeur mobilière ou, sous réserve de l'alinéa d), le transfert, le nantissement ou le fait de grever des valeurs mobilières pour garantir une dette contractée de bonne foi;

b) de la participation, à titre de négociant, à toute transaction portant sur des valeurs mobilières et effectuée au moyen des installations d'une Bourse ou d'un système de cotation et de déclaration des opérations;

c) de la réception par une personne ou une compagnie inscrite d'un ordre d'achat ou de vente d'une valeur mobilière;

d) du transfert, du nantissement ou du fait de grever les valeurs mobilières d'un émetteur qui font partie des valeurs détenues par une personne ou une compagnie ou un groupe de personnes ou de compagnies dont il est fait mention à l'alinéa c) de la définition de « placement », pour garantir une dette contractée de bonne foi;

e) d'un acte, d'une annonce publicitaire, d'une sollicitation, d'une conduite ou d'une négociation visant directement ou indirectement la réalisation des objets susmentionnés. (La Loi, paragraphe 1(1).)

exigences d'inscription pour les opérations qui ne nécessitent pas la participation d'un courtier inscrit pour protéger les investisseurs[169].

Le Comité a tenté de déterminer si l'exigence d'inscription actuelle de la Loi devrait être modifiée de façon à rendre obligatoire l'inscription des personnes ou des sociétés qui sont engagées dans le « commerce » des valeurs mobilières, plutôt que des personnes ou des sociétés qui « effectuent des opérations » sur valeurs mobilières[170]. Cela diminuerait la nécessité d'accorder des dispenses d'inscription discrétionnaires pour des « opérations » particulières tout en maintenant des mesures de protection des investisseurs puisque l'exigence d'inscription continuerait de s'appliquer à ceux qui sont engagés activement dans le commerce des valeurs mobilières.

On pourrait craindre qu'une modification de l'exigence d'inscription relative au fait que la personne ou la société doit être engagée dans le « commerce » des valeurs mobilières crée de l'incertitude sur le marché. Le sens de l'expression « dans le commerce de » dans le contexte des valeurs mobilières n'a pas vraiment été analysé d'un point de vue administratif ou juridique. Étant donné que l'inscription est une condition préalable pour permettre à une personne ou à une société d'effectuer des opérations sur valeurs mobilières, certains pourraient se préoccuper des conséquences découlant du fait de substituer au critère d'inscription fondamental un critère qui renferme des éléments de subjectivité. Le critère actuel est clair : à moins d'une dispense, toute opération sur valeurs mobilières doit être effectuée par une personne ou une société inscrite.

D'autre part, il existe de nombreux précédents pour une réglementation qui se limite aux activités exercées par des personnes qui sont engagées dans le « commerce de » cette activité. Par exemple, l'exigence concernant les conseillers ne s'applique pas chaque fois qu'une personne offre des conseils en matière d'investissement sous forme de valeurs mobilières, ou d'achat ou de vente de valeurs mobilières. Au lieu de cela, la personne doit « être engagée ou se présenter comme étant engagée dans l'activité qui consiste à conseiller autrui en matière d'investissement sous forme de valeurs mobilières ou d'achat ou de vente de valeurs mobilières ». Par conséquent, il y a eu très peu de cas où il était nécessaire d'accorder des dispenses d'exigence d'inscription pour les conseillers et le nombre de dispenses d'exigence d'inscription pour les conseillers est, en fait, très limité. De même, la définition d'« intermédiaire du marché »[171], qui est à la base du régime d'inscription universelle de l'Ontario, repose sur le concept d'une personne ou d'une société qui est engagée dans le « commerce » des valeurs

---

169 Voir, par exemple, la dispense prévue au sous-alinéa 35(1)(12)(iii) de la Loi, qui est exigée pour permettre d'exercer les droits de conversion associés aux valeurs convertibles, la dispense prévue à l'alinéa 35(1)(17) de la Loi, qui permet au porteur d'offrir des valeurs dans le cadre d'une offre d'achat visant l'intention de la mainmise, ou la dispense prévue à l'alinéa 35(1)(19) de la Loi, qui permet à une compagnie d'émettre des options d'achat d'actions à l'intention de ses employés.

170 Voir la lettre d'observations sur la Liste des questions de fond d'Osler, Hoskin & Harcourt s.r.l.

171 Article 204 du règlement.

mobilières. Donc, présentement en Ontario, les conseillers et les intermédiaires du marché sont obligés de s'inscrire seulement s'ils sont engagés « dans le commerce » des valeurs mobilières.

Le Comité a étudié les exigences d'inscription dans d'autres territoires de compétence du Canada. La plupart des territoires de compétence appliquent un modèle d'inscription pour les courtiers semblable à celui de l'Ontario, selon lequel l'exigence d'inscription s'applique aux opérations sur valeurs mobilières plutôt qu'au commerce des valeurs mobilières. Le Comité a également comparé les exigences d'inscription aux États-Unis, en Australie, à Hong Kong et au Royaume-Uni. Aux États-Unis, en Australie et à Hong Kong, l'exigence d'inscription relative au courtier s'applique si la personne ou l'organisation est engagée « dans le commerce » des valeurs mobilières, en effectuant des opérations ou en achetant ou vendant des valeurs mobilières (États-Unis), ou en négociant des valeurs mobilières (Australie et Hong Kong). En outre, chacun de ces territoires de compétence a établi des exigences d'inscription distinctes pour les conseillers[172]. De même, pour être inscrite à titre de conseiller dans ces territoires de compétence, la personne ou l'organisation doit être engagée dans le secteur d'activités de consultation telles qu'elles sont définies par la loi. Le Royaume-Uni a très récemment adopté une exigence d'inscription pour tous ceux qui sont dans le « secteur des investissements ». Ce dernier fait référence à ceux qui sont engagés dans une activité indiquée dans une annexe de la loi et comprend à la fois les opérations sur valeurs et les conseils à cet égard.

Nous sommes d'avis qu'il serait très avantageux d'adopter une norme d'inscription seulement pour les personnes ou les sociétés qui sont engagées dans le « commerce » des valeurs mobilières. Cela aurait pour résultat de simplifier la Loi puisqu'il serait possible d'éliminer de nombreuses dispenses pour des types particuliers d'« opérations ». Ce modèle est déjà connu à cause des exigences d'inscription imposées aux conseillers et aux intermédiaires du marché. C'est un modèle qui sera harmonisé avec la démarche adoptée dans d'autres pays (États-Unis, Australie, Hong Kong et Royaume-Uni). La majorité des commentaires que nous avons reçus au sujet de cette recommandation étaient généralement favorables au transfert de l'exigence d'inscription vers un modèle qui obligerait les personnes ou les sociétés à être engagées dans le « commerce » des valeurs mobilières[173].

Notre examen visant à déterminer si l'exigence d'inscription devrait être modifiée pour obliger la personne ou la société à s'engager « dans le commerce » des valeurs mobilières a été guidé par une préoccupation fondamentale, à savoir qu'il devrait exister un seul modèle d'inscription uniforme et intelligible d'un bout à l'autre du Canada. Les activités sont souvent exercées dans plusieurs provinces, et nous ne recommanderions pas un modèle qui aurait pour effet de multiplier et de fragmenter davantage les exigences d'inscription dans l'ensemble du pays. Nous

---

172 De récentes modifications apportées aux lois de l'Australie, cependant, ont mené à l'adoption d'un modèle imposant une seule exigence d'inscription à la fois pour les opérations sur valeurs et pour les conseils à cet égard.

173 Voir les lettres d'observations de l'Institut des fonds d'investissement du Canada, du Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, de Davies Ward Phillips & Vineberg s.r.l. et de Torys s.r.l.

souhaitons également assurer, dans la mesure du possible, l'harmonisation des exigences d'inscription à l'échelle internationale. À ce stade, une modification de l'exigence d'inscription produirait un modèle très différent de ceux qui sont utilisés dans tous les autres territoires de compétence du Canada. Pour cette raison, même si un observateur qui a commenté le rapport préliminaire préconisait l'adoption de ce modèle, que les autres territoires de compétence du Canada l'adoptent ou non[174], nous ne recommandons pas d'adopter un modèle de ce genre à moins qu'il soit adopté dans l'ensemble du pays par les ACVM. Pour ce qui est des questions d'inscription, l'harmonisation nationale est tout compte fait plus importante que l'harmonisation à l'échelle internationale.

Enfin, dans sa lettre d'observations concernant le rapport préliminaire, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique convenait avec nous que le système d'inscription bénéficierait d'une simplification, mais n'était pas d'accord avec notre recommandation voulant que l'exigence d'inscription relative aux opérations soit modifiée pour obliger la personne ou la société à être engagée « dans le commerce » des valeurs mobilières, croyant que les risques l'emporteraient sur les avantages. Au lieu de cela, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique propose d'adopter un système d'inscription pour les sociétés seulement. Seules les sociétés seraient tenues de s'inscrire et informeraient les organismes de réglementation au sujet des personnes qui les représentent à titre de courtiers ou de conseillers, ainsi que des changements dans l'information sur les inscriptions.

Nous avons examiné le modèle qui préconise l'inscription des sociétés seulement, mais nous l'avons rejeté en dernière analyse. Même s'il est essentiel de simplifier le processus d'inscription, la question de la protection des investisseurs est d'importance primordiale dans les situations où les particuliers s'occupent de l'argent des investisseurs. Nous préférons maintenir le lien entre un courtier attitré individuel et l'organisme de réglementation qui existe présentement. En étant tenus de s'inscrire directement auprès de l'organisme de réglementation, les courtiers attitrés sont rappelés à leurs obligations envers leurs clients investisseurs. En outre, nous croyons que des normes et des exigences uniformes pour les personnes qui s'occupent de l'argent des investisseurs sont fondamentales et ne seront pas possibles si les sociétés sont autorisées à les établir et à les surveiller. Nous croyons qu'il est possible de simplifier le système de réglementation sans que les organismes de réglementation renoncent à leur responsabilité de surveillance pour établir et appliquer les normes relatives au traitement équitable.

---

[174] Voir la lettre d'observations de Torys s.r.l.

Recommandation :

Nous recommandons que l'exigence d'inscription liée aux opérations sur les valeurs mobilières soit transférée vers un modèle qui oblige la personne ou la société à être engagée dans le « commerce » des valeurs mobilières. Cependant, nous ne soutiendrons un tel changement que si celui-ci est adopté à l'échelle du pays dans son ensemble.

9.3 L'exigence d'être inscrit pour « effectuer une opération » sur valeurs mobilières couvre-t-elle adéquatement la gamme d'activités exercées par les intermédiaires du marché?

A) CHANGEMENTS DANS LES TYPES DE SERVICES FOURNIS

La nature des services que les intermédiaires fournissent à leurs clients, particulièrement à leurs clients de détail, a évolué depuis l'élaboration des dispositions de la Loi concernant l'inscription. Voici quelques-uns des changements les plus importants survenus au cours des dernières années :

- *Les courtiers offrent des conseils qui vont au-delà des « conseils connexes »* – L'environnement commercial a changé considérablement avec l'arrivée des maisons de courtage réduit qui n'offrent pas de conseils en matière d'investissement et qui imposent des frais de transaction beaucoup moins élevés pour les services d'exécution seulement. Dans un effort pour se distinguer des maisons de courtage réduit, les courtiers traditionnels ont mis sur pied des modèles de prestation de services et des barèmes d'honoraires qui mettent l'accent sur les services consultatifs qu'ils fournissent comparativement aux services d'exécution offerts par les maisons de courtage réduit. Par le passé, il n'y avait aucune raison d'obliger les courtiers inscrits à s'inscrire à titre de conseillers pour effectuer des opérations sur valeurs mobilières et fournir des conseils connexes. Dans ce modèle d'entreprise, les conseils qu'ils offrent sont couverts par la dispense d'inscription à titre de conseillers qui s'applique lorsque la prestation de services de conseiller n'est « qu'accessoire par rapport à leurs activités professionnelles ou commerciales principales »[175]. Un courtier invoquera généralement cette dispense s'il reçoit des commissions sur les opérations mais n'est pas payé pour offrir des conseils. De nos jours, cependant, les courtiers offrent de plus en plus de conseils avec leurs services de négociation et ils souhaitent souvent être rémunérés selon un barème d'honoraires plutôt qu'un barème de commissions. Il ne fait aucun doute que ce changement soulève des questions concernant le maintien de cette dispense.
- *Planificateurs financiers* – Les planificateurs financiers occupent une place de plus en plus grande sur le marché canadien. Plusieurs d'entre eux détiennent à la fois un permis pour la vente de fonds communs de placement et un permis pour la souscription d'assurances. En

[175] La Loi, disposition 34(c).

plus de vendre ces produits, ils offrent des conseils aux clients à l'égard d'autres questions financières, y compris les prêts hypothécaires, les cartes de crédit, la planification de la retraite et la planification successorale. Étant donné que la panoplie de conseils qu'ils offrent dépasse la portée de la Loi, les organismes de réglementation se sont efforcés de trouver un modèle de réglementation efficace pour les planificateurs financiers.

- *Internet* – Internet soulève également des problèmes au chapitre des régimes d'inscription. De nombreux sites Internet offrent des conseils et des recommandations concernant les valeurs mobilières. Dans la mesure où ces conseils sont offerts gratuitement, on peut soutenir que les personnes qui exploitent ces sites ne sont pas engagées « dans l'entreprise de » conseiller autrui et que, par conséquent, elles ne sont pas visées par la définition actuelle de « conseiller ».

B) ACTIVITÉS DE CONSULTATION CONNEXES

À la lumière de ces changements dans les pratiques commerciales et de la convergence accrue dans certains cas des services d'exécution d'opérations et des services de conseiller offerts par les courtiers (p. ex., les « comptes intégrés »), le Comité a tenté de déterminer si l'exigence d'inscription liée aux opérations sur valeurs mobilières devrait être modifiée afin de couvrir les services de conseiller aussi bien que les services d'exécution d'opérations.

Il convient d'abord de souligner que toute modification que nous pourrions recommander en ce qui concerne les exigences d'inscription s'appliquant à ceux qui effectuent des opérations sur valeurs mobilières, afin de tenir compte du rôle de plus en plus important des services de conseiller, ne vise pas à remplacer les exigences d'inscription actuelles qui s'appliquent aux conseillers. Les conseillers qui sont inscrits à titre de conseillers en placements et de gestionnaires de portefeuilles en vertu de la Loi sont assujettis à certaines des règles les plus rigoureuses de celle-ci. Cette rigueur est justifiée puisque l'inscription à titre de gestionnaire de portefeuille permet à une personne de gérer l'argent d'autrui sur une base entièrement discrétionnaire. La compétence et l'expérience des conseillers doivent être proportionnelles à ces responsabilités. Nous croyons que les exigences actuelles en matière de compétence et d'expérience actuelles pour les conseillers qui gèrent des portefeuilles de placements sont appropriées et devraient être maintenues.

Nous recommandons plutôt que la Commission et les ACVM examinent soigneusement les exigences d'inscription actuelles qui s'appliquent aux courtiers afin de s'assurer que les exigences réglementaires en vigueur tiennent compte du fait que les courtiers et leurs employés offrent de plus en plus de « conseils connexes »[176]. Nous ne croyons pas qu'il devrait être interdit

---

[176] Dans leur lettre d'observations, les Courtiers indépendants en sécurité financière du Canada soulignent que les fonctions de consultation exercées par leurs membres ne sont pas considérées comme des tâches connexes et regrettent que ces termes aient été utilisés dans le rapport préliminaire. Nous utilisons le terme « conseils connexes » parce que c'est l'expression qui figure dans la Loi.

aux courtiers et aux employés d'élargir la gamme de services qu'ils offrent à leurs clients, mais plutôt que les exigences de compétence, d'expérience et de pertinence ainsi que les autres exigences réglementaires qui s'appliquent actuellement aux courtiers devraient être assez souples pour s'adapter à cette évolution des marchés.

C) LE « MODÈLE DE TRAITEMENT ÉQUITABLE » DE LA COMMISSION

Depuis la publication du rapport préliminaire, la Commission a lancé un site Internet interactif afin d'introduire le nouveau modèle qu'elle propose pour réglementer les courtiers et leurs représentants, qu'elle a nommé le Modèle de traitement équitable[177]. Le modèle de traitement équitable propose trois types de relations entre les courtiers attitrés et leurs clients : i) la relation de gestion, selon laquelle le courtier attitré assume la principale responsabilité des décisions de placement, ii) la relation de consultation, selon laquelle le courtier attitré et le client partagent la responsabilité des décisions de placement et iii) la relation d'autogestion, selon laquelle le client assume la principale responsabilité des décisions de placement. Selon chaque modèle, les interactions entre le courtier attitré et le client varieront en fonction de celui des deux qui assume la principale responsabilité des décisions de placement. Bien que tous les détails du modèle de traitement équitable ne soient pas encore établis, il semble probable que les exigences de formation et de compétence pour les courtiers attitrés dépendront du modèle de relation particulier. Le cas échéant, cette démarche serait conforme à notre recommandation voulant que les exigences d'inscription soient surveillées, afin de s'assurer qu'elles sont suffisamment souples pour permettre différents modèles de services d'exécution d'opérations et de services de conseillers, tout en étant suffisamment rigoureuses pour s'assurer que les exigences appropriées s'appliquent à ceux qui offrent de plus en plus de conseils mais qui invoquent la dispense d'inscription relative aux « conseils connexes » pour ce faire.

Recommandation :

Nous croyons que la Loi devrait continuer d'établir une distinction entre l'exigence concernant l'inscription en tant que conseiller et l'exigence concernant l'inscription en tant que personne ou société effectuant des opérations sur les valeurs mobilières (ou, comme nous le proposions dans une recommandation précédente, étant engagée dans le « commerce » des valeurs mobilières). Cependant, nous recommandons que la Commission et les ACVM examinent attentivement les exigences de compétence, d'expérience et de pertinence applicables aux courtiers et aux employés afin de s'assurer qu'elles sont suffisamment souples pour permettre différents modèles de prestation de conseils tout en étant suffisamment rigoureuses pour respecter le rôle de plus en plus important des « conseils connexes » fournis par les courtiers et leurs employés.

---

[177] Voir www.fairdealingmodel.com.

D) SERVICES D'EXÉCUTION D'OPÉRATIONS SEULEMENT

Certains courtiers (ou entités commerciales) ont éliminé tous les services de prestation de conseils connexes et offrent seulement des services d'exécution d'opérations. Nous avons tenté de déterminer si, dans le cas de certaines activités ou transactions, on pourrait se dispenser de l'obligation de les offrir par l'entremise d'une entité réglementée. Nous nous sommes également demandé si les obligations traditionnelles des courtiers inscrits, telles que les analyses de pertinence et la règle relative à la « connaissance de son client » devaient être examinées dans un contexte de négociation électronique.

En avril 2000, les ACVM ont annoncé qu'une dispense des exigences relatives à la pertinence sera accordée sur demande aux courtiers qui offrent à leurs clients des services d'exécution d'opérations seulement[178]. Par la suite, l'ACCOVAM a modifié sa réglementation de façon à dispenser les courtiers membres de l'ACCOVAM de l'obligation d'effectuer des analyses de pertinence lorsqu'ils ne font pas de recommandations aux clients au sujet d'opérations particulières[179].

Les premiers commentaires soumis à la Commission à cet égard indiquaient que si les investisseurs se sentaient capables de prendre des décisions d'investissement sans recevoir les recommandations, les conseils ou les analyses de pertinence d'un courtier inscrit, aucune question liée à la protection des investisseurs n'obligeait les organismes de réglementation à interdire à ces derniers d'effectuer des opérations sur valeurs même s'ils ne bénéficiaient pas de tous les services offerts par un courtier inscrit. Ces investisseurs auront renoncé à un droit de recours important advenant un conflit relatif à une opération puisque la plupart de ces conflits portent sur la pertinence de l'opération. Il est très important que les investisseurs comprennent qu'ils ne peuvent plus bénéficier de ce recours potentiel lorsqu'ils renoncent aux mesures de protection offertes par les analyses de pertinence.

Nous convenons que les investisseurs qui souhaitent profiter d'une réduction des frais de courtage devraient être autorisés à négocier avec des courtiers qui sont dispensés de l'exigence relative aux analyses de pertinence. Cependant, les exigences relatives à la « connaissance du client » dans les mesures législatives sur les valeurs mobilières sont plus importantes que jamais[180]. Nous sommes d'avis que les courtiers devraient toujours être tenus de savoir ce qui suit : i) qui est leur client – y compris qui est le propriétaire final; ii) si leur client possède les connaissances financières nécessaires pour conclure la transaction et iii) quelle est la source des fonds du client. Les courtiers devraient être capables de transiger avec les clients sans avoir à déterminer si une opération est pertinente dans certaines situations; toutefois, les courtiers doivent toujours connaître les clients avec qui ils font affaire.

---

178 Communiqué des ACVM, « CSA Provides Relief from Suitability Obligations » (10 avril 2000), 23 OSCB 2683.

179 (2001), 24 OSCB 2923 et 4513.

180 Voir la lettre d'observations de la Commission des valeurs mobilières de la Nouvelle-Écosse.

E) ACTIVITÉS DE PLANIFICATION FINANCIÈRE

Pour ce qui est des conseils offerts par les planificateurs financiers, le Comité est sensible aux réserves exprimées par la Commission et les ACVM au sujet des personnes qui sont inscrites dans une catégorie de courtage restreinte et qui assument des titres qui semblent leur conférer un niveau d'expérience et d'expertise susceptible d'induire le public en erreur. Nous notons que les ACVM ont publié la norme multilatérale 33-107 portant sur les normes de compétence uniformisées qui s'appliquent aux personnes inscrites pour négocier ou donner des conseils en valeurs mobilières et dont le titre laisse entendre aux consommateurs qu'elles offrent ou fournissent des services de planification financière ou des services analogues[181]. Cette norme imposerait des exigences de compétence à toute personne ou société inscrite assumant un titre qui sous-entend qu'elles « offrent des conseils en matière de planification financière ou d'autres conseils financiers personnels objectifs, complets et intégrés »[182]. En Ontario, le ministre a demandé à la Commission de procéder à un nouvel examen de cette norme et aucun territoire de compétence au Canada ne l'a encore adoptée. Même si cette norme a soulevé une certaine controverse, nous appuyons les objectifs visés par les ACVM et le principe selon lequel les courtiers inscrits qui souhaitent s'adonner au commerce des valeurs mobilières et offrir des conseils connexes doivent posséder les compétences et les qualités requises.

F) PORTAILS FINANCIERS

Les portails financiers, les groupes de clavardage et les forums en ligne similaires sont des sites Internet qui offrent de l'information financière et commerciale et des conseils en matière de placement en valeurs mobilières. Ces sites contiennent généralement de l'information telle que les nouvelles sur les secteurs industriels et les tendances, les recherches sur les sociétés et les fonds de placement, les analyses des bénéfices, les prix et les communiqués spéciaux, les rapports de recherche et les listes de titres achetés par les gestionnaires de portefeuille. Bon nombre de ces sites Internet comprennent des forums en ligne concernant des industries et des titres particuliers. Certains offrent des portefeuilles types et recommandent des titres particuliers.

Le Comité croit que les portails et les mécanismes à utilisateurs multiples semblables servent peut-être à des activités enregistrables selon la nature du portail, l'information fournie, le rôle joué par le « promoteur » du portail et d'autres considérations de faits. La Commission, en tant qu'organisme de réglementation principal en vertu du Régime d'examen concerté (REC), a tenu compte de ces questions dans sa décision concernant CanIssue[183]. Cette demande visait une société constituée dans le but de permettre à certains courtiers de fournir aux investisseurs institutionnels, sur un site Internet, de l'information concernant les émissions de titres d'emprunt des sociétés. La société, qui appartient aux courtiers, ne réalisait pas de profits et ne distribuait

---

[181] (2001), 24 OSCB 1107.

[182] *Ibid.*

[183] *Dans l'affaire de CanIssue Inc.* (2001), 24 OSCB 4533.

pas de dividendes aux actionnaires. Elle servait de mécanisme permettant aux courtiers de partager les frais d'exploitation du site Internet. Dans sa décision, la Commission a accordé une dispense d'inscription à la société à la condition entre autres que les courtiers qui participent au système soient inscrits à titre de courtiers dans leurs territoires de compétence respectifs. Nous appuyons la souplesse inhérente à cette démarche et nous encourageons la Commission à continuer de faciliter l'utilisation de portails financiers, lorsque cela est approprié.

Du même souffle, nous encourageons la Commission, ainsi que les ACVM, à continuer de surveiller l'utilisation des portails financiers et d'autres sites par les participants au marché. Les procédures d'exécution sont un outil réglementaire approprié pour traiter les transgressions commises par des personnes qui participent à ces activités Internet[184]. Notre recommandation formulée au chapitre 24 sur la nécessité d'élargir la portée des mécanismes d'exécution de la Loi en créant un délit de fraude et de manipulation des marchés permettra à la Commission de réglementer ces activités en engageant des procédures d'exécution plutôt qu'en imposant une nouvelle exigence d'inscription.

Recommandation :

Nous encourageons la Commission et les ACVM à continuer de surveiller l'utilisation des portails financiers par les participants au marché et de favoriser leur mise en place lorsque cela est approprié. Quand des portails servent à des activités allant à l'encontre des exigences de la Loi, les organismes de réglementation peuvent engager des procédures d'exécution, s'il y a lieu.

9.4 Mesures à prendre pour accroître l'efficacité du système d'inscription

Le système d'inscription actuel au Canada est aux prises avec un certain nombre de problèmes qui nuisent à son efficacité. Le premier est l'absence d'harmonisation des exigences de fond relatives à l'inscription. Le deuxième est le processus fastidieux actuel qui exige de nombreux travaux d'écritures pour déposer les documents d'inscription auprès de multiples organismes de réglementation d'un bout à l'autre du pays. Une personne ou une société qui souhaite s'inscrire pour pouvoir exercer ses activités dans plusieurs territoires de compétence doit déterminer les règles pertinentes qui s'appliquent dans chaque province et, ensuite, remplir les multiples demandes sur papier et fournir les documents à l'appui qui sont déposés séparément auprès de l'organisme de réglementation dans chaque territoire de compétence. Les ACVM proposent d'introduire une Base de données nationale des inscriptions[185] (BDNI) au printemps de 2003. Le

---

[184] Le 26 février 2002, la Commission a émis des interdictions d'opérations temporaires contre Create-a-fund Incorporated, alléguant que l'entreprise exploite des sites Web qui se présentent comme offrant des services d'investissement, tels que la personnalisation de portefeuilles et la surveillance d'investissements, qui sont soumis à l'exigence d'inscription.

[185] NM 31-102, *Base de données nationale des inscriptions* (2002), 25 OSCB 7509.

but est d'exiger que certaines données d'inscription qui doivent être soumises aux organismes de réglementation des valeurs mobilières leur soient transmises par voie électronique par l'entremise de la BDNI, qui pourrait également recevoir les frais d'inscription. Même si l'introduction proposée de la BDNI permettra d'accroître l'efficacité du processus d'inscription, seuls les aspects procéduraux de l'inscription s'en trouveront simplifiés. Tant que les courtiers attitrés et leurs conseillers devront se conformer à différentes exigences de fond relatives à l'inscription dans les différentes provinces, les efficiences promises par la BDNI ne pourront pas être pleinement réalisées. Les exigences d'inscription doivent être harmonisées à l'échelle du pays.

Nous avons reçu une lettre d'observations qui suggérait que le public investisseur bénéficierait d'un exposé complet, véridique et clair des antécédents et de l'expérience d'une personne au moment où un investisseur ouvre un compte auprès de cette personne, y compris ses années d'expérience dans l'industrie et auprès de son employeur actuel et de ses employeurs précédents, toute mesure disciplinaire prise à son encontre par le passé et les types de produits qu'elle est autorisée à vendre[186]. Nous sommes d'accord avec cette suggestion et nous recommandons que des modifications soient apportées à la BNDI après son lancement afin de permettre aux investisseurs d'accéder à ce type d'information concernant les courtiers attitrés[187].

Recommandation :

Nous recommandons que les mesures législatives sur les valeurs mobilières en vigueur dans les provinces soient modifiées afin de prévoir des exigences de fond uniformes concernant l'inscription d'un bout à l'autre du pays. Nous recommandons en outre que la Base de données nationale des inscriptions (BNDI) soit modifiée après son lancement afin de permettre aux investisseurs d'accéder à l'information pertinente sur les courtiers attitrés, notamment en ce qui a trait à leur expérience dans l'industrie, aux mesures disciplinaires prises à leur encontre par le passé, le cas échéant, et aux produits qu'ils sont autorisés à vendre.

9.5 Inscription universelle

Le Comité a tenté de déterminer si le concept d'inscription universelle devrait être éliminé. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, la Loi exige que toute personne ou société qui effectue des opérations sur valeurs mobilières soit inscrite à titre de courtier et que toute personne ou société qui fournit des conseils soit inscrite à titre de conseiller. La Loi contient

---

186 Voir la lettre d'observations de la Small Investor Protection Association.

187 Le Comité a reçu une lettre d'observations des Courtiers indépendants en sécurité financière du Canada (CISFC) nous demandant d'envisager d'éliminer dans notre rapport final le texte qui décrit la relation entre les courtiers et leurs représentants comme une relation employeur-employé. Nous savons que les Courtiers exhortent les organismes de réglementation à revoir la structure réglementaire actuelle qui considère que les représentants entretiennent une relation employeur-employé avec les courtiers. Cependant, lorsque le texte décrit les dispositions réglementaires actuelles en vertu de la Loi, il est utilisé correctement.

pas de dividendes aux actionnaires. Elle servait de mécanisme permettant aux courtiers de partager les frais d'exploitation du site Internet. Dans sa décision, la Commission a accordé une dispense d'inscription à la société à la condition entre autres que les courtiers qui participent au système soient inscrits à titre de courtiers dans leurs territoires de compétence respectifs. Nous appuyons la souplesse inhérente à cette démarche et nous encourageons la Commission à continuer de faciliter l'utilisation de portails financiers, lorsque cela est approprié.

Du même souffle, nous encourageons la Commission, ainsi que les ACVM, à continuer de surveiller l'utilisation des portails financiers et d'autres sites par les participants au marché. Les procédures d'exécution sont un outil réglementaire approprié pour traiter les transgressions commises par des personnes qui participent à ces activités Internet[184]. Notre recommandation formulée au chapitre 24 sur la nécessité d'élargir la portée des mécanismes d'exécution de la Loi en créant un délit de fraude et de manipulation des marchés permettra à la Commission de réglementer ces activités en engageant des procédures d'exécution plutôt qu'en imposant une nouvelle exigence d'inscription.

Recommandation :

Nous encourageons la Commission et les ACVM à continuer de surveiller l'utilisation des portails financiers par les participants au marché et de favoriser leur mise en place lorsque cela est approprié. Quand des portails servent à des activités allant à l'encontre des exigences de la Loi, les organismes de réglementation peuvent engager des procédures d'exécution, s'il y a lieu.

9.4 Mesures à prendre pour accroître l'efficacité du système d'inscription

Le système d'inscription actuel au Canada est aux prises avec un certain nombre de problèmes qui nuisent à son efficacité. Le premier est l'absence d'harmonisation des exigences de fond relatives à l'inscription. Le deuxième est le processus fastidieux actuel qui exige de nombreux travaux d'écritures pour déposer les documents d'inscription auprès de multiples organismes de réglementation d'un bout à l'autre du pays. Une personne ou une société qui souhaite s'inscrire pour pouvoir exercer ses activités dans plusieurs territoires de compétence doit déterminer les règles pertinentes qui s'appliquent dans chaque province et, ensuite, remplir les multiples demandes sur papier et fournir les documents à l'appui qui sont déposés séparément auprès de l'organisme de réglementation dans chaque territoire de compétence. Les ACVM proposent d'introduire une Base de données nationale des inscriptions[185] (BDNI) au printemps de 2003. Le

---

[184] Le 26 février 2002, la Commission a émis des interdictions d'opérations temporaires contre Create-a-fund Incorporated, alléguant que l'entreprise exploite des sites Web qui se présentent comme offrant des services d'investissement, tels que la personnalisation de portefeuilles et la surveillance d'investissements, qui sont soumis à l'exigence d'inscription.

[185] NM 31-102, *Base de données nationale des inscriptions* (2002), 25 OSCB 7509.

but est d'exiger que certaines données d'inscription qui doivent être soumises aux organismes de réglementation des valeurs mobilières leur soient transmises par voie électronique par l'entremise de la BDNI, qui pourrait également recevoir les frais d'inscription. Même si l'introduction proposée de la BDNI permettra d'accroître l'efficacité du processus d'inscription, seuls les aspects procéduraux de l'inscription s'en trouveront simplifiés. Tant que les courtiers attitrés et leurs conseillers devront se conformer à différentes exigences de fond relatives à l'inscription dans les différentes provinces, les efficiences promises par la BDNI ne pourront pas être pleinement réalisées. Les exigences d'inscription doivent être harmonisées à l'échelle du pays.

Nous avons reçu une lettre d'observations qui suggérait que le public investisseur bénéficierait d'un exposé complet, véridique et clair des antécédents et de l'expérience d'une personne au moment où un investisseur ouvre un compte auprès de cette personne, y compris ses années d'expérience dans l'industrie et auprès de son employeur actuel et de ses employeurs précédents, toute mesure disciplinaire prise à son encontre par le passé et les types de produits qu'elle est autorisée à vendre[186]. Nous sommes d'accord avec cette suggestion et nous recommandons que des modifications soient apportées à la BNDI après son lancement afin de permettre aux investisseurs d'accéder à ce type d'information concernant les courtiers attitrés[187].

Recommandation :

Nous recommandons que les mesures législatives sur les valeurs mobilières en vigueur dans les provinces soient modifiées afin de prévoir des exigences de fond uniformes concernant l'inscription d'un bout à l'autre du pays. Nous recommandons en outre que la Base de données nationale des inscriptions (BNDI) soit modifiée après son lancement afin de permettre aux investisseurs d'accéder à l'information pertinente sur les courtiers attitrés, notamment en ce qui a trait à leur expérience dans l'industrie, aux mesures disciplinaires prises à leur encontre par le passé, le cas échéant, et aux produits qu'ils sont autorisés à vendre.

9.5 Inscription universelle

Le Comité a tenté de déterminer si le concept d'inscription universelle devrait être éliminé. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, la Loi exige que toute personne ou société qui effectue des opérations sur valeurs mobilières soit inscrite à titre de courtier et que toute personne ou société qui fournit des conseils soit inscrite à titre de conseiller. La Loi contient

---

186 Voir la lettre d'observations de la Small Investor Protection Association.

187 Le Comité a reçu une lettre d'observations des Courtiers indépendants en sécurité financière du Canada (CISFC) nous demandant d'envisager d'éliminer dans notre rapport final le texte qui décrit la relation entre les courtiers et leurs représentants comme une relation employeur-employé. Nous savons que les Courtiers exhortent les organismes de réglementation à revoir la structure réglementaire actuelle qui considère que les représentants entretiennent une relation employeur-employé avec les courtiers. Cependant, lorsque le texte décrit les dispositions réglementaires actuelles en vertu de la Loi, il est utilisé correctement.

aussi des dispenses de ces exigences d'inscription. Dans toutes les provinces, ainsi qu'en Ontario et à Terre-Neuve avant 1987, les dispenses de dépôt de prospectus et d'exigences d'inscription des courtiers dans les lois sur les valeurs mobilières actuelles agissent souvent en parallèle, c'est-à-dire que si l'exigence de préparer un prospectus est levée, l'exigence d'effectuer l'opération sur valeur par l'entremise d'un courtier inscrit l'est également. Le principe à la base de ces dispenses est que pour certains types de valeurs, d'opérations et d'acheteurs, les protections prévues par la Loi, telles qu'elles sont reflétées dans les exigences de dépôt de prospectus et d'inscription, ne sont pas nécessaires.

En 1987, toutefois, l'Ontario a introduit un système d'inscription universelle, qui a été adopté par la suite à Terre-Neuve, mais pas dans les autres territoires de compétence du Canada. Avec l'introduction du système d'inscription universelle, les « intermédiaires du marché » (comme ils sont définis) ont cessé d'avoir le droit d'effectuer des opérations sur valeurs mobilières en invoquant les dispenses prévues par la Loi [188]. En outre, l'introduction de l'inscription universelle obligeait chaque participant au marché de l'Ontario qui était visé par la définition d'« intermédiaire du marché » à s'inscrire dans une catégorie quelconque. Comme il est noté dans la section 9.2 ci-dessus, la philosophie sous-tendant les exigences d'inscription universelle est conforme à la règle obligeant les personnes ou les sociétés à être « engagées dans le commerce ».

Les courtiers qui, avant l'adoption du régime d'inscription universelle, n'étaient pas obligés d'être inscrits pour effectuer des opérations sur les valeurs dispensées doivent maintenant l'être. Nous avons remarqué que la plupart sont inscrits dans la catégorie des courtiers sur le marché des valeurs dispensées. Cette catégorie est souvent critiquée parce qu'elle n'est pas assujettie aux normes de fonds propres ni aux obligations d'information; les courtiers peuvent généralement s'inscrire simplement en soumettant une demande en ce sens et en payant les frais requis. Le régime d'inscription universelle est difficile à appliquer et est utilisé seulement en Ontario et à Terre-Neuve.

---

[188] Un « intermédiaire du marché » est défini à l'article 204 du règlement comme étant une personne ou compagnie qui est engagée, ou qui se présente comme étant engagée, en Ontario dans le commerce des valeurs mobilières à titre de contrepartiste ou d'agent, à l'exception des opérations sur les valeurs achetées par la personne ou la compagnie pour son propre compte, aux fins d'investissement seulement, sans intention de revente ou de placement, et, sans restreindre le caractère général de ce qui précède, comprend une personne ou compagnie qui est engagée, ou se présente comme étant engagée, dans l'activité :

a) de passer des contrats ou des ententes avec des souscripteurs ou des émetteurs, relativement au placement de valeurs mobilières, pour acheter ou vendre ces valeurs;
b) de participer au placement de valeurs mobilières en tant que membre d'un syndicat de placement;
c) de coter un marché sur des titres ou
d) de négocier des valeurs mobilières avec des comptes gérés entièrement par la personne ou la compagnie à titre d'agent ou de fiduciaire, que la personne ou la compagnie soit ou non engagée dans le commerce des valeurs mobilières achetées aux fins d'investissement seulement [traduction].

Les commentaires reçus par le Comité au sujet de la Liste des questions de fond originale exprimaient des opinions divergentes à l'égard de cette question[189]. Si l'on en croit les arguments favorables à l'élimination de l'inscription universelle, celle-ci entrave l'harmonisation de la réglementation et se révèle fort complexe. Les partisans du maintien de l'inscription universelle soutiennent qu'il est nécessaire d'établir des règles du jeu équitables et que la réglementation des participants au marché protège mieux les investisseurs et diminue le risque de solvabilité. Toutefois, l'inscription dans la catégorie des courtiers sur le marché des valeurs dispensées semble actuellement peu efficace pour atteindre ces objectifs. Tous les commentaires reçus au sujet de cette recommandation dans le rapport préliminaire étaient en faveur de l'élimination de cette exigence.

Si le modèle d'inscription était modifié comme nous le proposons de façon à adopter une exigence obligeant la personne ou la société à être « engagée dans le commerce » plutôt qu'une exigence obligeant la personne ou la société à effectuer des opérations sur valeurs mobilières, nous accomplirions directement ce que l'inscription universelle était censée accomplir indirectement. Par conséquent, l'inscription universelle ne serait plus nécessaire. Même si le modèle d'inscription n'est pas modifié comme nous le proposons, nous croyons que les règles d'inscription universelle devraient être supprimées de la Loi parce que, en raison de la manière dont elles ont été mises en œuvre, elles ne protègent pas réellement les investisseurs et qu'elles ne tiennent pas compte des questions liées au risque systémique. De plus, elles sont déphasées par rapport à la réglementation dans le reste du pays.

Recommandation :

Nous recommandons que la Loi soit modifiée dans le but d'éliminer les exigences d'inscription universelle.

---

[189] Voir les lettres d'observations concernant la Liste des questions de fond de l'Association des banquiers canadiens, de l'Association des conseillers en gestion de portefeuille du Canada, de la Commission des services financiers de l'Ontario, de Simon Romano, de Nancy Ross et de l'ACCOVAM.

CHAPITRE 10
L'AUTORÉGLEMENTATION

10.1 Aperçu

La partie VIII de la Loi est intitulée « Autoréglementation ». L'autoréglementation permet qu'un organisme de ce secteur (plutôt que la Commission) surveille la conduite de certains participants au marché, sous réserve d'une surveillance générale exercée par la Commission. La partie VIII porte sur certains organismes qui jouent un rôle dans l'autoréglementation des marchés de l'Ontario, y compris les organismes d'autoréglementation (OAR), les Bourses[190], les agences de compensation[191] et les systèmes de cotation et de déclaration des opérations[192].

Présentement, les Bourses sont les seuls organismes autoréglementés en Ontario qui sont tenus d'obtenir leur agrément auprès de la Commission pour pouvoir exercer leurs activités en Ontario; les autres organismes peuvent choisir d'obtenir leur agrément, mais ils n'y sont pas tenus pour pouvoir exercer leurs activités. Lorsqu'un organisme est « agréé » par la Commission, il devient assujetti à la surveillance de la Commission dans la mesure où il « réglemente les activités ainsi que les normes d'exercice et de conduite professionnelle » de ses membres[193]. La Commission a le pouvoir de réviser ses directives, décisions, ordonnances ou règlements[194]. En outre, lorsqu'une entité est « agréée » par la Commission, elle devient un « participant au marché » et est entre autres assujettie à d'autres dispositions de la Loi que celles de la partie VIII, telles que les dispositions qui concernent les ordonnances d'examens financiers (article 12), les pouvoirs de l'examinateur qui mène une enquête (article 13), les examens de la conformité (article 20), les ordonnances rendues dans l'intérêt du public (article 127) et les requêtes présentées au tribunal (article 128).

Dans le présent chapitre, nous nous demandons s'il serait approprié d'obliger d'autres organismes réglementés par la partie VIII, à part les Bourses, à obtenir leur agrément auprès de

---

190 La Loi, paragraphe 21(1). Le paragraphe 21(1) de la Loi définit une « Bourse agréée » comme étant « une personne ou compagnie qui est reconnue par la Commission en vertu de l'article 21 ».

191 La Loi, paragraphe 21.2(1). Le paragraphe 1(1) de la Loi définit une « agence de compensation » comme étant « une personne ou compagnie qui agit à titre d'intermédiaire dans le paiement de fonds ou la livraison de valeurs mobilières ou des deux, dans le cadre d'opérations sur valeurs mobilières, ou qui fournit un mécanisme centralisé de règlement de ces opérations ou fournit un mécanisme centralisé comme dépositaire de valeurs mobilières ».

192 La Loi, paragraphe 21.2.1(1). Le paragraphe 1(1) de la Loi définit un « système de cotation et de déclaration des opérations comme étant « une personne ou compagnie qui exploite des installations permettant la diffusion des cours acheteur et vendeur de valeurs mobilières et celle des rapports relatifs aux opérations sur valeurs mobilières conclues, à l'usage exclusif des courtiers inscrits. Sont toutefois exclus de la présente définition les bourses et les courtiers inscrits ».

193 La Loi, paragraphes 21(1), 21.2(1), 21.2.1(1), 21.1(1)(3).

194 La Loi, paragraphe 21.1(1)(4).

la Commission. Nous examinons en outre d'autres questions importantes liées à l'autoréglementation.

10.2 Les OAR devraient-ils être tenus d'obtenir leur agrément?

Un organisme d'autoréglementation est « une personne ou compagnie qui représente des personnes ou des compagnies inscrites et qui est constituée pour réglementer les activités ainsi que les normes d'exercice et de conduite professionnelle de ses membres et de leurs représentants dans le but de promouvoir la protection des investisseurs et l'intérêt public »[195]. Les OAR peuvent demander leur agrément, mais ils ne sont pas tenus de le faire. Certains OAR sont volontaires dans le sens que leurs membres ne sont pas tenus d'y adhérer pour être inscrits en vertu de la Loi. Seuls l'ACCOVAM, l'Association des courtiers en fonds communs et RS Inc ont été reconnus par la Commission comme organismes d'autoréglementation (OAR)[196]. Les maisons de courtage et les courtiers de valeurs sont tenus d'adhérer à un OAR reconnu (présentement l'ACCOVAM)[197]. Tous les courtiers en fonds communs de placement sont obligés d'adhérer à l'Association des courtiers en fonds communs[198]. Tous les ATS doivent avoir recours à un fournisseur de services de réglementation pour établir et appliquer les exigences régissant les ATS et leurs souscripteurs (RS Inc.)[199].

En vertu de la Loi, il est possible pour un organisme dont le but est de réglementer les activités et les normes d'exercice de ses membres de se constituer en OAR, sans obtenir l'agrément. En fait, l'ACCOVAM a agi pendant des décennies comme un organisme d'autoréglementation jusqu'à ce qu'elle soit officiellement reconnue par la Commission en 1995. Dans notre rapport préliminaire, nous avons recommandé que la Loi soit modifiée pour exiger que tous les OAR obtiennent l'agrément. Cette recommandation a suscité une vive opposition[200]. Un observateur a suggéré qu'il devrait y avoir un rôle pour les organismes bénévoles qui « ne souhaitent pas chevaucher les activités d'un organisme de réglementation ou agir à titre de représentant de

---

195 La Loi, paragraphe 1.1.

196 RS Inc. a été reconnue par la Commission le 29 janvier 2002 ((2002), 25 OSCB 891). RS Inc. est exploitée en tant que fournisseur de services de réglementation en vertu des règles du Alternative Trading System (ATS) (une plate-forme électronique de négociation) et est responsable de l'administration et de l'application des règles pour les marchés qui ont recours à ses services.

197 Voir la Règle 31-507 de la CVMO portant sur l'adhésion à un OAR – Courtiers et maisons de courtage, (2001), 23 OSCB 5657.

198 Voir la Règle 31-506 de la CVMO portant sur l'adhésion à un OAR – Courtiers en fonds communs de placement, (2001), 24 OSCB 2333.

199 Voir la Norme canadienne 23-101 portant sur les règles de négociation. Une bourse ou un système de cotation et de déclaration des opérations peut choisir de surveiller la conduite de ses membres ou de ses utilisateurs et d'appliquer les exigences directement ou par l'entremise d'un fournisseur de services de réglementation.

200 Voir les lettres d'observations de l'Association for Investment Management and Research, de l'Association canadienne des conseillers en assurance et en finance et de la Commission des valeurs mobilières de la Nouvelle-Écosse.

l'État »[201] [traduction]. Un autre intervenant était d'avis que « tout organisme de courtiers attitrés qui souhaite établir des normes pour ses membres ne devrait pas être découragé de le faire »[202] [traduction].

L'autoréglementation a un rôle important à jouer dans l'industrie des valeurs mobilières. Elle permet à la Commission d'attribuer à un organisme qui est créé par des courtiers attitrés une certaine responsabilité réglementaire pour établir et appliquer des normes de conduite pour les courtiers attitrés. L'autoréglementation permet aux personnes qui connaissent le mieux une industrie d'élaborer des politiques et des règles pour cette industrie. L'application des règles sera aussi probablement plus efficace puisque les entités réglementées seront plus susceptibles d'accepter des règles établies par les individus qui possèdent le plus d'expérience et d'expertise dans le domaine.

Cependant, l'autoréglementation comporte toujours un conflit inhérent. Un OAR pourrait être plus enclin à adopter des règles moins rigoureuses que ne le ferait un organisme sans lien de dépendance ou un organisme gouvernemental. Il est également possible qu'un OAR exige moins rigoureusement que ses membres se conforment à ces règles que ne le ferait un organisme sans lien de dépendance. Par conséquent, si le but d'un OAR est d'assumer certaines des fonctions réglementaires de la Commission à l'égard d'un groupe de courtiers attitrés, il est essentiel que la Commission soit capable de surveiller les règles, les procédures et les processus de cet OAR afin d'éviter les conflits potentiels inhérents à l'autoréglementation.

À la lumière des préoccupations exprimées par les observateurs, nous avons revu notre recommandation originale voulant que tous les OAR en Ontario soient tenus d'obtenir l'agrément. Nous croyons que la souplesse des mesures législatives est importante et nous admettons qu'une exigence législative qui oblige les OAR à être reconnus sera appropriée dans certaines situations, mais pas dans toutes. Cependant, nous croyons également que les OAR qui souhaitent assumer certaines des fonctions réglementaires de la Commission à l'égard d'un groupe de courtiers attitrés doivent obtenir l'agrément afin de permettre à la Commission d'exercer une surveillance. Les mesures législatives autorisent présentement les OAR à demander l'agrément. Nous recommandons que les mesures législatives soient modifiées afin d'autoriser expressément la Commission à obliger les OAR à obtenir leur agrément si cela est dans l'intérêt du public. En d'autres mots, si un OAR accomplit des activités qui sont normalement exercées par la Commission ou assujetties à sa surveillance, et que cet OAR n'obtient pas son agrément avant d'exercer ces activités, la Commission devrait être habilitée à exiger que l'OAR obtienne l'agrément afin d'être assujetti à la surveillance de la Commission.

---

201 Voir la lettre d'observations de l'Association canadienne des conseillers en assurance et en finance.

202 Voir la lettre d'observations de la Commission des valeurs mobilières de la Nouvelle-Écosse.

Recommandation :

Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin d'autoriser la Commission à obliger les organismes d'autoréglementation (OAR), qui n'ont pas autrement demandé d'être reconnus, à obtenir leur agrément s'ils accomplissent des activités qui sont normalement exercées par la Commission ou assujetties à sa surveillance.

10.3 Les agences de compensation devraient-elles être tenues d'obtenir leur agrément?

Une agence de compensation est une « personne ou compagnie qui agit à titre d'intermédiaire dans le paiement de fonds ou la livraison de valeurs mobilières ou des deux, dans le cadre d'opérations sur valeurs mobilières, ou qui fournit un mécanisme centralisé de règlement de ces opérations ou fournit un mécanisme centralisé comme dépositaire de valeurs mobilières ». Les agences de compensation peuvent exercer leurs activités sans être agréées par la Commission[203]. Présentement, la Caisse canadienne de dépôt de valeurs est reconnue par la Commission comme agence de compensation.

Le Comité a tenu compte du rôle important que jouent les agences de compensation dans les transferts de valeurs mobilières. Les agences de compensation agissent en tant que dépositaires, règlent des transactions selon un système de règlement-livraison et assument des obligations de règlement. La compensation et le règlement rapides et précis des opérations sur valeurs mobilières sont nécessaires pour accroître l'efficience des marchés financiers et pour protéger les investisseurs. En outre, des méthodes de compensation et de règlement inefficaces imposent inutilement des coûts aux investisseurs et créent un risque systémique[204].

À la lumière du rôle important que jouent les agences de compensation pour instaurer la confiance à l'égard des marchés financiers[205], le Comité croit qu'elles devraient être tenues d'obtenir leur agrément. Si l'on exigeait l'agrément de toutes les agences qui exercent des activités de compensation et de règlement en Ontario, cela aurait pour effet d'assujettir celles-ci à la surveillance réglementaire et de fournir aux organismes de réglementation les outils nécessaires pour imposer des normes minimales à celles qui jouent ce rôle fondamental. Enfin, cette exigence sert l'intérêt du public non seulement parce que l'agrément permettrait de mieux protéger les investisseurs et d'améliorer l'efficience des marchés financiers, mais aussi parce qu'il contribuerait à protéger le marché des valeurs mobilières et à maintenir la juste concurrence[206].

---

203 La Loi, article 21.2.

204 Voir la Loi de 1934, sous-alinéas 17A(b)(1), 17A(a)(1).

205 OICVM, Rapport du comité technique, *Objectifs et principes de la réglementation des valeurs mobilières* (1998), http://www.iosco.org/docs-public/1998objectivesdocument03.html.

206 Voir la Loi de 1934, sous-alinéa 17(A)(a)(2)(A).

Cependant, même si nous croyons que les agences de compensation devraient être obligatoirement reconnues par la Commission, nous ne sommes pas convaincus que la définition actuelle d'une « agence de compensation » dans la Loi est assez précise ou décrit clairement les activités auxquelles se livre une agence de compensation. La définition fait référence à des intermédiaires dans le paiement de fonds et la livraison de valeurs mobilières dans le cadre d'opérations sur valeurs mobilières qui fournissent un mécanisme centralisé de règlement de ces opérations[207]. Nous recommandons que la Commission réexamine cette définition. Nous lui suggérons de consulter à titre indicatif les définitions contenues dans les mesures législatives américaines, qui considèrent un organisme de compensation multilatérale comme un « système utilisé par plus de deux participants dans lequel les risques de crédit bilatéraux des participants au marché découlant des transactions compensées sont effectivement éliminés et remplacés par un système de garanties, d'assurance ou de mutualisation du risque de perte »[208]. La définition américaine semble refléter plus précisément le fait que les agences de compensation assument des obligations de règlement.

Recommandation :

Nous recommandons que les agences de compensation soient tenues d'obtenir leur agrément en modifiant l'article 21.2 de la Loi afin de s'assurer « qu'aucune personne ou société n'agisse en tant qu'agence de compensation, à moins d'être agréée par la Commission ». Nous recommandons en outre que la Commission réexamine la définition d'une « agence de compensation » dans l'article 1.1 de la Loi afin de s'assurer qu'elle reflète correctement les activités qui l'obligeraient à obtenir l'agrément. À cet égard, nous suggérons de prendre en considération la définition d'une « agence de compensation » prévue par les mesures législatives américaines.

10.4 Les systèmes de cotation et de déclaration des opérations (QATRS) devraient-ils être tenus d'obtenir leur agrément ?

Le Comité a également tenté de déterminer si une personne devrait être tenue d'obtenir son agrément pour exercer des activités en tant que QATRS[209]. Un « système de cotation et de déclaration des opérations » est défini dans la Loi comme étant une « personne ou compagnie qui exploite des installations permettant la diffusion des cours acheteur et vendeur de valeurs mobilières et celle des rapports relatifs aux opérations sur les valeurs mobilières conclues, à l'usage exclusif des courtiers inscrits ».

---

207 La Loi, article 1.1.

208 *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991*, 105 Stat.2236, 12 U.S.C. § 188, article 408.

209 Présentement, le Canadian Trading and Quotation System Inc. (CNQ) est le seul QATRS agréé au Canada. Le CNQ a été reconnu par la Commission le 28 février 2003 et exploitera un marché électronique dans lequel les maisons de courtage pourront effectuer des opérations sur des valeurs mobilières non cotées en bourse d'émetteurs assujettis en Ontario (www.osc.gov.on.ca/en/HotTopics).

Cette définition a été élaborée lorsque la Bourse canadienne était en activité et avait apparemment pour but de décrire toutes les activités auxquelles elle s'adonnait, y compris les opérations sur le marché hors cote. Comme il est mentionné dans la section 10.5 ci-dessous, la Bourse canadienne a cessé ses activités dans le cadre de la réorganisation des marchés boursiers canadiens. À la lumière des changements survenus dans les marchés, nous nous demandons si la définition des QATRS demeure pertinente et nous enjoignons à la Commission de réexaminer cette définition dans un contexte plus large.

Nous comprenons que le cadre de réglementation relatif aux QATRS a été élaboré à une époque où la technologie ne permettait pas aux marchés distributeurs d'exécuter les ordres par voie électronique. Cependant, à la suite de progrès technologiques importants, les utilisateurs de la plupart des QATRS peuvent maintenant exécuter leurs ordres par voie électronique. Par conséquent, les QATRS et les Bourses se ressemblent sur le plan fonctionnel. Nous croyons qu'il est important pour les QATRS de maintenir des normes élevées à l'égard de leurs activités et que le fonctionnement adéquat de ces entités est fondamental pour maintenir la confiance des investisseurs. Nous notons que la NC 21-101 portant sur le fonctionnement du marché (la règle « ATS ») comprend de nombreuses exigences pour les systèmes de cotation et de négociation agréés qui sont identiques à celles qui s'appliquent aux Bourses, mais que, à la différence des Bourses, il n'existe pas dans la Loi une exigence précise pour obliger un QATRS à obtenir son agrément.

Le protocole d'entente sur les Bourses et les QATRS envisage également d'établir un programme de surveillance afin de s'assurer que chaque Bourse et QATRS agréé satisfait à des normes appropriées relativement aux activités sur le marché et à la réglementation[210]. Nous demandons à la Commission de déterminer si les QATRS devraient être tenus d'obtenir leur agrément. Nous exhortons en outre la Commission à travailler avec d'autres territoires de compétence canadiens afin d'élaborer une démarche harmonisée à l'égard des QATRS[211]. À cet égard, nous soulignons que divers observateurs qui ont commenté le rapport préliminaire souhaitaient que les QATRS obtiennent leur agrément[212]. Un observateur en particulier a fait remarquer ce qui suit :

> Nous croyons que la reconnaissance obligatoire des QATRS... est essentielle pour élaborer une démarche harmonisée afin de protéger l'intérêt du public. Notre principale préoccupation concerne les émetteurs plus modestes qui ont moins de liquidités et dont les titres sont négociés sur les QATRS...Sans une exigence d'agrément en vertu des mesures législatives sur les valeurs mobilières et une surveillance exercée par la Commission ou les ACVM, nous craignons que les

---

210 OSCB (13 septembre 2002) 6161 et OSCB (22 novembre 2002) 7761. Le 7 novembre 2002, le ministre des Finances a approuvé le protocole d'entente, qui est entré en vigueur à cette date.

211 Nous faisons remarquer que les territoires de compétence des ACVM ne définissent pas tous les QATRS ou ne confèrent pas tous à leur Commission un pouvoir explicite à l'égard des QATRS.

212 Voir les lettres d'observations de la Bourse de Toronto et de la Bourse de croissance TSX.

investisseurs ne soient pas adéquatement protégés contre les activités frauduleuses et les manipulations des marchés, ce qui pourrait avoir des effets délétères sur l'ensemble des marchés financiers canadiens[213] [traduction].

Recommandation :

Nous recommandons que la Commission et les ACVM examinent s'il serait approprié d'exiger que les Systèmes de cotation et de rapport d'opération (QATRS) obtiennent leur agrément en vertu des mesures législatives sur les valeurs mobilières et d'élaborer une démarche harmonisée à l'égard des QATRS, en réexaminant entre autres la définition actuelle des QATRS dans la Loi.

10.5 Opérations sur le marché hors cote

Dans le cadre de la réorganisation des marchés boursiers au Canada, la Bourse canadienne a cessé ses activités liées aux valeurs cotées en bourse et aux valeurs non cotées (déclarées)[214]. Les sociétés dont les valeurs étaient « cotées » à la Bourse canadienne ont été invitées à s'inscrire à la Bourse de croissance TSX, niveau 3. Les sociétés dont les valeurs étaient « déclarées » à la Bourse canadienne n'ont pas été invitées à s'inscrire à la cote de la Bourse de croissance TSX. Les courtiers qui avaient déclaré des opérations sur ces valeurs à la Bourse canadienne sont tenus de continuer à déclarer les opérations au nouveau Canadian Unlisted Board (CUB), une filiale en propriété exclusive de la Bourse de croissance TSX.

Au moment où la Bourse canadienne a cessé ses activités, la Commission a décidé que les opérations déclarées sur le marché hors cote seraient recueillies et maintenues par le CUB aux fins de surveillance et aux fins d'application par la Commission seulement et ne seraient pas rendues publiques[215]. Avant cette décision, l'information concernant la visibilité du cours de la dernière opération existait auparavant à la Bourse canadienne. En décidant d'éliminer la visibilité du cours de la dernière opération, il semble que la Commission était persuadée que « le fait de déclarer le cours de la dernière vente offrait aux investisseurs une transparence limitée qui n'était pas nécessairement liée à la valeur actuelle des titres en raison du volume extrêmement faible des opérations sur ces valeurs »[216] [traduction]. La Commission était également « préoccupée par le fait qu'une transparence si limitée pourrait donner aux investisseurs un faux sentiment de

---

213 Voir la lettre d'observations de la Bourse de Toronto.

214 Les émetteurs inscrits à la Bourse canadienne appartenaient à deux catégories. D'abord, les émetteurs à l'égard desquels les opérations étaient simplement déclarées sur le système de la Bourse canadienne conformément aux exigences de déclaration des opérations sur le marché hors cote contenues dans l'article 154 de la réglementation. Deuxièmement, les émetteurs à l'égard desquels, en plus des rapports d'opération, les cours acheteurs et vendeurs étaient activement et continuellement affichés sur le système de la Bourse canadienne.

215 Voir l'article 5.1 de l'entente concernant le marché hors cote entre le CUB, la Bourse de croissance TSX et la Commission à (2000), 23 OSCB 8448.

216 Voir Notice of Commission Approval – Canadian Venture Exchange Exemption from Recognition As A Stock Exchange Under Section 21 of the Act (2000), 23 OSCB 8437.

confiance pour ce qui est de la liquidité et de la valeur des titres tout en créant le risque de manipulations du marché »[217] [traduction].

Nous avons reçu une lettre d'observations concernant notre rapport préliminaire qui s'opposait en particulier à l'élimination de la visibilité du cours de la dernière opération qui existait auparavant à la Bourse canadienne. L'observateur notait :

> Sans l'existence [d'un] marché publié, il est impossible pour un émetteur [non inscrit et non coté] de réunir des fonds au moyen du financement par actions, y compris le financement par voie de prospectus ou de placements privés,... d'accorder aux employés des options d'achat d'actions en vertu d'un traitement fiscal favorable, puisque les options doivent être consenties au prix du marché ou à un prix supérieur à celui du marché, et de conclure des ententes de regroupement d'entreprises qui sont équitables et raisonnables pour les actionnaires de l'émetteur, sans donner de valeur à la valeur marchande de l'émetteur[218] [traduction].

Nous comprenons que la Commission a demandé à son personnel d'examiner la question de la transparence et de lui faire part de ses conclusions à ce sujet[219]. Comme nous l'avons mentionné dans notre rapport préliminaire, nous continuons de croire que le marché hors cote et, en particulier, le CUB doivent être soumis à un examen réglementaire. Nous exhortons la Commission à effectuer cet examen le plus tôt possible en prêtant une attention particulière aux préoccupations relatives à la transparence et à la diminution des risques d'abus auxquels le CUB est exposé.

Recommandation :

Nous croyons que le Canadian Unlisted Board (CUB) devrait être soumis à un examen réglementaire et nous exhortons la Commission à effectuer cet examen le plus tôt possible en prêtant une attention particulière aux préoccupations relatives à la transparence et à la diminution des risques d'abus auxquels le CUB est exposé.

10.6 Application de leurs propres règles

Dans notre Liste des questions de fond, nous avons demandé si les OAR et les Bourses reconnus devraient disposer de pouvoirs d'exécution à l'égard de leurs propres règles. Nous avons posé cette question étant donné qu'il semble parfois difficile pour ces organismes d'imposer des sanctions concrètes à leurs membres, particulièrement si les membres démissionnent de l'OAR. De plus, aux États-Unis, la Loi de 1934 autorise expressément un OAR à suspendre ou à révoquer le permis d'un membre, à blâmer ou à imposer des restrictions à un membre et à

---

[217] *Ibid.*

[218] Voir la lettre d'observations de l'Ontario Association of Unlisted Reporting Issuers.

[219] Voir note 209 *ci-dessus*.

démettre de ses fonctions ou à blâmer tout cadre ou administrateur d'un membre si cela est dans l'intérêt du public[220].

L'ACCOVAM a réagi en déclarant : « Le pouvoir des OAR découle présentement d'une relation contractuelle avec leurs membres. Nous croyons que cette relation a bien fonctionné jusqu'à présent et nous ne voyons aucune raison valable de la changer en la réglementant. » La Bourse de croissance TSX a déclaré qu'elle « favorisait l'adoption d'une loi et de règlements qui élargiraient le pouvoir d'exécution des OAR, en leur conférant par exemple un pouvoir d'assignation ».

Les OAR et les Bourses agréés peuvent établir des codes de conduite et d'exercice ainsi que des sanctions pour les infractions à ces règles, à la fois au moyen d'ententes contractuelles avec leurs membres et de règlements administratifs. Dans notre rapport préliminaire, nous avons conclu qu'il n'était pas nécessaire de modifier la Loi pour conférer aux OAR et aux Bourses le pouvoir de faire ce qu'ils peuvent déjà faire au moyen de leurs ententes. Nous avons noté également, toutefois, qu'il pourrait être nécessaire d'autoriser les OAR à mener des enquêtes et à obtenir des preuves auprès des non-membres en vertu de la Loi. Nous avons invité les intervenants à émettre des commentaires à ce sujet. Nous avons reçu plusieurs observations sur cette question.

Les OAR de l'Ontario ont soumis des observations conjointes[221] qui réitéraient leurs commentaires précédents selon lesquels, dans la plupart des cas, le droit contractuel a été suffisant pour leur permettre de remplir leurs mandats. Les OAR de l'Ontario notaient cependant que, « étant donné la complexité accrue des dossiers qu'ils traitaient et des marchés financiers et l'adoption d'une démarche de réglementation axée sur le risque, ils avaient besoin de soutien législatif additionnel en matière de compétence, de processus d'enquêtes et de mesures disciplinaires » [traduction], y compris l'application de mesures disciplinaires. Les OAR de l'Ontario craignaient que dans le cas où ils « ne peuvent défendre l'intérêt du public dans leur processus disciplinaire parce que leur compétence est problématique, que les documents ou les témoins ne sont pas disponibles, ou que des sanctions justes et appropriées ne peuvent pas être appliquées » [traduction], la crédibilité de notre régime de réglementation en souffre, ce qui pourrait avoir des effets négatifs sur la confiance des investisseurs. À cet égard, les OAR de l'Ontario ont recommandé que la Loi soit modifiée afin de conférer aux OAR les compétences juridiques suivantes :

- la compétence à l'égard des membres actuels et anciens ou « personnes réglementées » (tels qu'ils sont définis dans les règles universelles d'intégrité du marché) et leurs administrateurs, dirigeants, partenaires et employés actuels et anciens;

---

220 Loi de 1934, art. 19.

221 Voir les observations conjointes de l'ACCOVAM, de l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (MFDA) et de RS Inc.

- la capacité d'obliger les témoins à assister aux audiences disciplinaires et à produire des documents (présentement, les OAR de l'Ontario peuvent obliger seulement les courtiers attitrés assujettis à des ententes à produire des documents et des témoignages);
- la capacité de déposer les décisions des comités disciplinaires comme des décisions du tribunal;
- l'immunité d'origine législative pour les OAR et leur personnel contre la responsabilité civile découlant d'actes réalisés de bonne foi dans l'accomplissement de leurs responsabilités réglementaires;
- le pouvoir de demander une ordonnance d'un tribunal pour imposer un « surveillant » aux sociétés qui sont coupables d'inobservation chronique ou systématique ou qui présentent un risque d'insolvabilité, ou pour d'autres raisons d'intérêt public appropriées (seulement pour l'ACCOVAM et l'Association des courtiers en fonds communs).

Les OAR de l'Ontario ont souligné qu'il existe des dispositions similaires dans la loi sur les valeurs mobilières de l'Alberta et ont exhorté le Comité à envisager de recommander des réformes semblables en Ontario. Deux autres intervenants appuyaient, en partie, les observations des OAR de l'Ontario[222].

En étudiant ces questions, la Commission devrait déterminer les freins et contrepoids nécessaires, le cas échéant, pour s'assurer que ceux qui seront soumis aux nouvelles compétences légales aient accès à l'équité procédurale et à des mécanismes de protection. Nous croyons que les observations des OAR de l'Ontario méritent une étude approfondie. Notre régime de réglementation des valeurs mobilières dépend largement de la capacité d'exécution et de l'expertise réglementaire des OAR agréés[223]. À cet égard, nous croyons qu'il est essentiel de procurer aux OAR les outils nécessaires pour leur permettre de mener des enquêtes et d'appliquer en temps opportun des mesures d'exécution efficaces. Nous croyons également, toutefois, qu'en étudiant ces questions, il convient de prêter une attention particulière à la nécessité d'administrer de manière juste et équitable les compétences légales conférées aux OAR[224]. À cet égard, il pourrait être nécessaire, par exemple, d'intégrer dans le système des freins et contrepoids appropriés pour s'assurer que ceux qui sont soumis aux nouvelles compétences légales aient accès à des mécanismes de protection conférés par la loi.

---

222 Voir la lettre d'observations de Gowling Lafleur Henderson s.r.l. et de la Bourse de croissance TSX. Plus précisément, Gowlings croyait que les OAR devraient être autorisés à mener des enquêtes et à obtenir des preuves auprès des non-membres, pourvu que ce pouvoir soit assujetti à l'examen de la Commission. La Bourse de croissance TSX a suggéré qu'il serait utile de prendre en considération la loi sur les valeurs mobilières de l'Alberta, qui confère aux OAR des pouvoirs accrus pour tenir des audiences et obtenir des ordonnances de la cour afin de désigner des séquestres.

223 L'alinéa 4 de l'article 2.1 de la Loi enjoint à la Commission d'utiliser, sous réserve d'un système de surveillance approprié, la capacité d'exécution et l'expertise réglementaire des OAR agréés.

224 Le Comité a reçu deux lettres d'observations qui recommandent que les OAR soient assujettis aux mêmes régimes juridiques et procéduraux que la Commission, tels que la *Charte canadienne des droits et libertés*, la *Loi sur l'exercice des compétences légales* et la *Loi sur la preuve de l'Ontario*.

Recommandation :

Nous recommandons que la Commission examine s'il serait approprié de modifier la Loi pour conférer aux OAR les compétences légales suivantes :

- la compétence à l'égard des membres actuels et anciens ou « personnes réglementées » et de leurs administrateurs, dirigeants, partenaires et employés actuels et anciens;
- la capacité d'obliger les témoins à assister aux audiences disciplinaires et à produire des documents;
- la capacité de déposer les décisions des comités disciplinaires comme des décisions du tribunal;
- l'immunité d'origine législative pour les OAR et leur personnel contre la responsabilité civile découlant d'actes réalisés de bonne foi dans l'accomplissement de leurs responsabilités réglementaires;
- le pouvoir de demander une ordonnance d'un tribunal pour imposer un « surveillant » aux sociétés qui sont coupables d'inobservation chronique ou systématique ou qui présentent un risque d'insolvabilité, ou pour d'autres raisons d'intérêt public appropriées.

En étudiant ces questions, la Commission devrait déterminer quels freins et contrepoids sont nécessaires, le cas échéant, pour s'assurer que ceux qui seront soumis à ces nouvelles compétences légales aient accès à l'équité procédurale et à des mécanismes de protection.

10.7 Application des lois sur les valeurs mobilières

Aux États-Unis, les OAR sont tenus d'appliquer la Loi de 1934[225]. Le Comité a tenté de déterminer si les OAR agréés devraient avoir le pouvoir explicite et l'obligation d'appliquer la loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario. L'article 21.6 de la Loi stipule que nul règlement administratif, règle, règlement, politique, procédure, interprétation ou pratique d'une entité agréée ne doit contrevenir aux lois sur les valeurs mobilières de l'Ontario, même si un OAR agréé peut imposer des exigences supplémentaires. Par suite de cette disposition, les règles des OAR renchérissent souvent sur les lois existantes en matière de valeurs mobilières. Par conséquent, l'entité agréée applique indirectement la loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario lorsqu'elle applique les règles de l'OAR.

On pourrait améliorer l'efficacité du processus en faisant participer les OAR à la surveillance de la conformité. Les OAR accomplissent déjà une fonction de surveillance à l'égard de leurs membres, notamment en s'assurant qu'ils observent leurs propres règles et règlements.

---

[225] Loi de 1934, article 6.

Le Comité a reçu des commentaires sur cette question avant et après la publication du rapport préliminaire. L'ACCOVAM s'oppose à l'idée d'obliger les OAR à appliquer la loi sur les valeurs mobilières, soutenant que leur ingérence créerait de la confusion à l'égard de ces rôles et pourrait aussi multiplier les risques pour les personnes et les compagnies inscrites[226]. La Bourse de croissance TSX est du même avis, déclarant qu' « il n'est pas approprié de déléguer aux OAR la responsabilité de l'application des lois sur les valeurs mobilières... n'étant pas des organismes gouvernementaux, les OAR ont un fardeau de la preuve différent, des règles de preuve différentes et des procédures différentes de ceux des commissions sur les valeurs mobilières »[227]. La Bourse de croissance TSX est d'avis que les rôles des commissions des valeurs mobilières et des OAR devraient demeurer distincts.

Le Comité a conclu que les Bourses et les OAR ne devraient pas être tenus d'appliquer la *Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario* pour les raisons énoncées par l'ACCOVAM et la Bourse de croissance TSX. Cependant, le Comité croit que les Bourses et les OAR agréés devraient être tenus de signaler immédiatement à la Commission toute activité qui semble contrevenir à cette loi. Ceci empêcherait les Bourses et les OAR agréés de fermer les yeux sur toute violation ou possibilité de violation des lois sur les valeurs mobilières. À notre avis, cette exigence devrait être contenue dans les modalités et conditions de l'ordonnance de reconnaissance de la Bourse ou de l'OAR.

Recommandation :

Nous recommandons que les Bourses et les OAR agréés soient tenus de déclarer à la Commission toute violation ou possibilité de violation des mesures législatives sur les valeurs mobilières.

10.8 La séparation de l'intérêt personnel et de l'autoréglementation

Dans notre rapport préliminaire, nous avons constaté qu'une question urgente concernant le régime d'autoréglementation en Ontario est le conflit d'intérêts potentiel entre le rôle réglementaire et le rôle d'intérêt public d'un OAR et ses objectifs commerciaux. Par exemple, au Canada, l'ACCOVAM est à la fois un OAR et une association professionnelle pour les maisons de courtage en valeurs. En tant qu'OAR, l'ACCOVAM réglemente la suffisance des capitaux et la conduite professionnelle des courtiers en valeurs mobilières et prend des mesures d'exécution contre les firmes membres et les représentants individuels qui contreviennent à ses règles. Elle aide également les autorités réglementaires à élaborer des politiques visant à protéger les

---

226 Lettre d'observations de l'ACCOVAM.

227 Lettres d'observations de la Bourse de croissance TSX concernant la Liste des questions de fond. Veuillez noter, toutefois, la discussion dans la section 10.6 où le Comité recommande d'examiner s'il serait approprié d'assujettir les OAR aux mêmes règles de preuve et procédures que la Commission si les OAR reçoivent des pouvoirs d'enquête et d'exécution élargis.

Recommandation :

Nous recommandons que la Commission examine s'il serait approprié de modifier la Loi pour conférer aux OAR les compétences légales suivantes :

- la compétence à l'égard des membres actuels et anciens ou « personnes réglementées » et de leurs administrateurs, dirigeants, partenaires et employés actuels et anciens;
- la capacité d'obliger les témoins à assister aux audiences disciplinaires et à produire des documents;
- la capacité de déposer les décisions des comités disciplinaires comme des décisions du tribunal;
- l'immunité d'origine législative pour les OAR et leur personnel contre la responsabilité civile découlant d'actes réalisés de bonne foi dans l'accomplissement de leurs responsabilités réglementaires;
- le pouvoir de demander une ordonnance d'un tribunal pour imposer un « surveillant » aux sociétés qui sont coupables d'inobservation chronique ou systématique ou qui présentent un risque d'insolvabilité, ou pour d'autres raisons d'intérêt public appropriées.

En étudiant ces questions, la Commission devrait déterminer quels freins et contrepoids sont nécessaires, le cas échéant, pour s'assurer que ceux qui seront soumis à ces nouvelles compétences légales aient accès à l'équité procédurale et à des mécanismes de protection.

10.7 Application des lois sur les valeurs mobilières

Aux États-Unis, les OAR sont tenus d'appliquer la Loi de 1934[225]. Le Comité a tenté de déterminer si les OAR agréés devraient avoir le pouvoir explicite et l'obligation d'appliquer la loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario. L'article 21.6 de la Loi stipule que nul règlement administratif, règle, règlement, politique, procédure, interprétation ou pratique d'une entité agréée ne doit contrevenir aux lois sur les valeurs mobilières de l'Ontario, même si un OAR agréé peut imposer des exigences supplémentaires. Par suite de cette disposition, les règles des OAR renchérissent souvent sur les lois existantes en matière de valeurs mobilières. Par conséquent, l'entité agréée applique indirectement la loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario lorsqu'elle applique les règles de l'OAR.

On pourrait améliorer l'efficacité du processus en faisant participer les OAR à la surveillance de la conformité. Les OAR accomplissent déjà une fonction de surveillance à l'égard de leurs membres, notamment en s'assurant qu'ils observent leurs propres règles et règlements.

---

[225] Loi de 1934, article 6.

Le Comité a reçu des commentaires sur cette question avant et après la publication du rapport préliminaire. L'ACCOVAM s'oppose à l'idée d'obliger les OAR à appliquer la loi sur les valeurs mobilières, soutenant que leur ingérence créerait de la confusion à l'égard de ces rôles et pourrait aussi multiplier les risques pour les personnes et les compagnies inscrites[226]. La Bourse de croissance TSX est du même avis, déclarant qu' « il n'est pas approprié de déléguer aux OAR la responsabilité de l'application des lois sur les valeurs mobilières... n'étant pas des organismes gouvernementaux, les OAR ont un fardeau de la preuve différent, des règles de preuve différentes et des procédures différentes de ceux des commissions sur les valeurs mobilières »[227]. La Bourse de croissance TSX est d'avis que les rôles des commissions des valeurs mobilières et des OAR devraient demeurer distincts.

Le Comité a conclu que les Bourses et les OAR ne devraient pas être tenus d'appliquer la *Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario* pour les raisons énoncées par l'ACCOVAM et la Bourse de croissance TSX. Cependant, le Comité croit que les Bourses et les OAR agréés devraient être tenus de signaler immédiatement à la Commission toute activité qui semble contrevenir à cette loi. Ceci empêcherait les Bourses et les OAR agréés de fermer les yeux sur toute violation ou possibilité de violation des lois sur les valeurs mobilières. À notre avis, cette exigence devrait être contenue dans les modalités et conditions de l'ordonnance de reconnaissance de la Bourse ou de l'OAR.

Recommandation :

Nous recommandons que les Bourses et les OAR agréés soient tenus de déclarer à la Commission toute violation ou possibilité de violation des mesures législatives sur les valeurs mobilières.

10.8 La séparation de l'intérêt personnel et de l'autoréglementation

Dans notre rapport préliminaire, nous avons constaté qu'une question urgente concernant le régime d'autoréglementation en Ontario est le conflit d'intérêts potentiel entre le rôle réglementaire et le rôle d'intérêt public d'un OAR et ses objectifs commerciaux. Par exemple, au Canada, l'ACCOVAM est à la fois un OAR et une association professionnelle pour les maisons de courtage en valeurs. En tant qu'OAR, l'ACCOVAM réglemente la suffisance des capitaux et la conduite professionnelle des courtiers en valeurs mobilières et prend des mesures d'exécution contre les firmes membres et les représentants individuels qui contreviennent à ses règles. Elle aide également les autorités réglementaires à élaborer des politiques visant à protéger les

---

[226] Lettre d'observations de l'ACCOVAM.

[227] Lettres d'observations de la Bourse de croissance TSX concernant la Liste des questions de fond. Veuillez noter, toutefois, la discussion dans la section 10.6 où le Comité recommande d'examiner s'il serait approprié d'assujettir les OAR aux mêmes règles de preuve et procédures que la Commission si les OAR reçoivent des pouvoirs d'enquête et d'exécution élargis.

investisseurs et à assurer l'efficience du marché[228]. En tant qu'association professionnelle, l'ACCOVAM représente les intérêts des firmes membres auprès des gouvernements fédéral et provinciaux et de leurs organismes à l'égard de questions telles que les lois sur les institutions financières, la réglementation des valeurs mobilières et la politique budgétaire et monétaire[229]. L'ACCOVAM joue un rôle de défenseur des droits de ses membres et cherche « à atteindre des objectifs commerciaux plus étroits au nom de [ses] membres, en accordant moins d'attention à l'intérêt public en général »[230].

Le double rôle des OAR présente un conflit d'intérêts potentiel. Les associations professionnelles défendent les intérêts de leurs membres, mais en tant qu'organisme de réglementation, chaque OAR établit des exigences qui régissent la conduite de ses membres. L'OAR a la responsabilité d'imposer des mesures disciplinaires à ceux qui ont contrevenu aux exigences. En rédigeant notre rapport préliminaire, nous nous demandions si, afin de protéger le public investisseur, un OAR établirait des normes de conduite aussi élevées que le ferait une organisation sans lien de dépendance, advenant que de telles normes créent des problèmes de conformité pour ses membres. En outre, nous nous demandions si l'organisme serait capable de prendre des mesures énergiques contre les contrevenants à ces normes et des sanctions appropriées contre ses membres. Nous avons recommandé que les fonctions des associations professionnelles et des OAR soient exercées par deux organismes distincts, chacun disposant de ses propres structures d'autorité.

Le Comité a reçu un certain nombre d'observations sur cette question. Les commentateurs étaient divisés quant à la nécessité de séparer les fonctions de l'ACCOVAM. Selon l'un d'entre eux, « Il existe un potentiel de conflit important de même que l'apparence d'un conflit d'intérêts entre les doubles rôles d'association professionnelle et d'organisme d'autoréglementation qu'on retrouve dans des OAR tels que l'ACCOVAM et l'Association des courtiers en fonds communs[231] » [traduction]. D'autres intervenants n'appuyaient pas la recommandation. L'ACCOVAM a fourni des commentaires détaillés sur ce point et a rencontré le Comité après la publication du rapport préliminaire. L'ACCOVAM a déclaré qu'elle croit qu'il « n'y a pas de conflit important, à part le conflit inhérent à l'autoréglementation, susceptible d'inquiéter les organismes de réglementation ou les investisseurs »[232]. Pourtant, elle reconnaît qu'il peut y avoir une apparence de conflit d'intérêts et déclare que, par conséquent, une certaine « distinction organisationnelle » devrait être établie clairement à l'aide d'une nomenclature identifiable et de

---

228 Lettre d'observations de l'ACCOVAM concernant la Liste des questions de fond.

229 Cette information a été obtenue sur le site Web de l'ACCOVAM le 28 juillet 2000, à www.ida.ca. L'ACCOVAM reprend cette idée dans sa lettre d'observations au Comité.

230 Lettre d'observations de l'ACCOVAM, page 10.

231 Voir la lettre d'observations du Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario.

232 Voir la lettre d'observations de l'ACCOVAM.

cloisons de protection, s'il y a lieu[233]. La Commission des valeurs mobilières de la Nouvelle-Écosse n'était pas d'accord avec notre recommandation :

> ...L'Accovam a amélioré considérablement son rôle réglementaire au cours des dernières années. Dans les circonstances et étant donné les progrès importants réalisés par l'ACCOVAM, la Commission des valeurs mobilières de la Nouvelle-Écosse exhorte la Commission à déterminer si le moment est approprié, d'après une analyse coûts-avantages, pour soumettre l'industrie des valeurs mobilières à un changement aussi profond[234] [traduction].

Nous avons réexaminé notre recommandation. Nous ne sommes pas convaincus que les avantages d'obliger l'ACCOVAM à séparer ses fonctions l'emporteraient sur les coûts associés à un tel changement. À notre avis, la recommandation originale occasionnerait un changement structurel énorme de l'ACCOVAM et nous n'avions pas beaucoup de preuves de la nécessité ou des avantages d'un tel changement.

Cependant, nous demeurons préoccupés par une question qui a été soulevée dans les lettres d'observations concernant à la fois la Liste des questions de fond et le rapport préliminaire. Les investisseurs doivent avoir le sentiment que s'ils déposent une plainte contre un membre de l'ACCOVAM, celle-ci sera traitée de manière juste et impartiale par l'ACCOVAM.

Depuis la publication de notre rapport préliminaire, le Réseau de conciliation du secteur financier (RCSF) a été mis sur pied pour traiter, entre autres, les plaintes des clients des maisons de courtage[235]. L'organisme n'a aucun lien de dépendance avec les participants de l'industrie, y compris l'ACCOVAM. Les consommateurs qui cherchent une compensation financière à la suite de tractations avec les membres de l'ACCOVAM pourront maintenant se prévaloir de ce processus indépendant. Nous croyons que cette solution devrait résoudre bon nombre des préoccupations dont nous ont fait part les investisseurs qui s'estimaient lésés. Nous tenons également à souligner que les investisseurs peuvent avoir recours au système d'arbitrage qui a été mis en place par l'ACCOVAM. Même si c'est l'ACCOVAM qui a établi le processus d'arbitrage, c'est ADR Chambers qui l'administre, une organisation sans lien de dépendance avec l'ACCOVAM.

Bien que nous soyons satisfaits de ces voies de recours sans lien de dépendance pour les clients des sociétés membres de l'ACCOVAM, nous notons que ni le Réseau de conciliation du secteur financier ni le processus d'arbitrage ne traitent les questions de nature disciplinaire; celles-ci continuent d'être traitées par l'ACCOVAM, qui nous informe qu'il existe une cloison de protection étanche entre ses membres et son service chargé des questions de nature disciplinaire n'ayant, à sa connaissance, jamais été violée[236]. Les audiences disciplinaires se déroulent devant

---

233 *Ibid.*

234 Voir la lettre d'observations de la Commission des valeurs mobilières de la Nouvelle-Écosse.

235 *Ibid.*

236 Voir la lettre d'observations de l'ACCOVAM.

un comité de trois personnes, dont deux représentants des membres de l'ACCOVAM et un avocat sans lien de dépendance avec l'ACCOVAM et ses membres, qui préside le comité. Selon l'ACCOVAM, même s'il est numériquement possible pour les membres du comité de l'ACCOVAM de mettre le président en minorité, cela arrive rarement dans les faits.

Même si nous retirons notre recommandation de séparer les fonctions réglementaires de l'ACCOVAM de son rôle en tant qu'association professionnelle, nous encourageons l'ACCOVAM à être en tout temps sensible au conflit inhérent à l'autoréglementation. La forme d'organisation et la conduite de l'ACCOVAM doivent être conçues pour assurer aux tiers que même si l'industrie pratique l'autosurveillance, elle le fait de manière irréprochable. Les procédés employés par l'ACCOVAM pour enquêter sur les plaintes des investisseurs devraient être, et donner l'apparence d'être, indépendants des interventions de ses membres. Nous encourageons l'ACCOVAM à procurer aux investisseurs des réponses réfléchies et rapides. Nous exhortons également l'ACCOVAM à continuer d'étudier les améliorations qu'elle pourrait apporter à ses structures afin de rassurer les investisseurs[237]. Nous suggérons que l'ACCOVAM se penche de nouveau sur la structure de ses comités disciplinaires; étant donné que les deux tiers des membres du comité disciplinaire sont des représentants des membres de l'ACCOVAM, il pourrait y avoir certains doutes quant à l'indépendance du comité. En outre, nous notons que d'ici 2004, lorsque les changements dans le conseil d'administration de l'ACCOVAM seront mis en oeuvre afin d'accroître le nombre d'administrateurs qui ne sont pas membres de l'ACCOVAM, il subsistera une majorité d'administrateurs non indépendants. Nous encourageons l'ACCOVAM à réexaminer cette répartition.

Recommandation :

Nous recommandons que l'ACCOVAM détermine si des améliorations pourraient être apportées à certaines de ses structures, telles que la composition de ses comités de discipline et de son conseil d'administration, afin de diminuer la perception de conflits d'intérêts dans l'autoréglementation.

10.9 Surveillance assurée par la Commission

Le Comité a tenté de déterminer si la Loi doit être modifiée pour résoudre la question de la surveillance réglementaire des OAR et fournir à la Commission les outils nécessaires afin qu'elle s'acquitte efficacement de sa fonction de surveillance. Les pouvoirs de surveillance dans la Loi sont étendus et permettent entre autres choses à la Commission de revoir et d'approuver les règlements administratifs, d'instruire les appels des décisions d'un OAR et de demander à un OAR d'engager un vérificateur pour réaliser les examens de la conformité. En outre, les OAR eux-mêmes réalisent des examens annuels de leurs résultats durant l'année.

---

237 Au chapitre 21, nous notons les récents engagements de l'ACCOVAM en vue d'améliorer la transparence entourant son programme d'arbitrage.

L'efficacité de la fonction de surveillance dépend en grande partie de l'engagement de la Commission à surveiller et à encadrer les activités des OAR. Le Comité n'a pas reçu de commentaire à l'effet que la fonction de surveillance de la Commission n'était pas adéquate. Dans sa déclaration de priorités pour l'exercice 2001-2002, la Commission a indiqué qu'elle visait à accroître sa présence et son efficacité par le biais de différentes activités de surveillance et d'observation de la conformité, notamment en élaborant et en mettant en œuvre une démarche axée sur le risque à l'égard de la conformité qui améliorera l'efficacité de la surveillance des OAR par la Commission, en augmentant les ressources affectées aux activités de surveillance des OAR, en procédant à des examens des OAR, en continuant de surveiller les fonctions réglementaires de l'ACCOVAM et en travaillant avec celle-ci afin d'améliorer toute lacune perçue ainsi qu'en procurant à l'Association des courtiers en fonds communs un soutien raisonnable pour la mise en œuvre.

Le Comité estime donc que la Loi fournit suffisamment d'outils législatifs pour permettre à la Commission d'exercer sa fonction de surveillance. En outre, la Commission a mis l'accent sur son rôle à cet égard, en désignant la surveillance réglementaire comme l'une de ses priorités. Par conséquent, le Comité ne recommande pas d'accorder de nouveaux pouvoirs de surveillance à la Commission en ce moment.

4e PARTIE

LA RÉGLEMENTATION DES ÉMETTEURS : LA DIVULGATION, LE SYSTÈME FERMÉ ET LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

La société Enron s'est effondrée à l'automne 2001. Sa chute est attribuable, entre autres choses, à ses pratiques de gouvernance, de comptabilité et de communication de l'information. Dans la présente partie, nous tentons de déterminer si la Loi impose aux sociétés ouvertes des obligations de divulgation suffisantes pour permettre aux investisseurs des marchés secondaires de prendre des décisions éclairées et de se fier à l'information communiquée par les sociétés. Nous nous penchons également sur le « système fermé » actuel et sur le fait que la réglementation sur les offres dispensées et les périodes de détention restreint l'accès aux liquidités des marchés secondaires. Nous discutons des moyens de simplifier le « système fermé » sans diminuer la protection des investisseurs et l'efficience des marchés financiers.

Nous avons établi précédemment dans le présent rapport l'importance d'assurer la compétitivité des marchés financiers canadiens à l'échelle internationale. Étant donné que la formation des capitaux n'est plus limitée par les frontières nationales, il est essentiel que le Canada soit perçu, tant au pays qu'à l'étranger, comme un endroit équitable et sûr pour les investissements. Cela dépend en retour de l'importance que nous accordons à l'intégrité de notre système d'information continue. En ce qui concerne les normes de divulgation, nous devrions chercher à nous classer « parmi les premiers ».

CHAPITRE 11

L'INFORMATION CONTINUE

11.1 L'importance de l'information continue

L'une des exigences fondamentales de la Loi stipule qu'un émetteur doit fournir un prospectus aux acquéreurs éventuels avant de pouvoir leur vendre des valeurs mobilières[238]. Le prospectus doit fournir un exposé complet, véridique et clair de tous les « faits importants »[239] concernant les valeurs mobilières qui seront émises dans le but de permettre à l'acquéreur éventuel de prendre une décision d'investissement éclairée.

Une fois que les valeurs mobilières ont été émises en vertu d'un prospectus, elles sont « négociables librement ». En d'autres termes, l'investisseur peut vendre les valeurs qu'il détient sur le « marché secondaire » sans fournir à l'acquéreur un prospectus ou toute autre information concernant les valeurs ou l'émetteur. L'acquéreur de titres vendus sur le marché secondaire se fie au « document public », qui est constitué du prospectus et de l'ensemble de l'information que l'émetteur a été tenu de remettre aux actionnaires ou de déposer auprès de la Commission, conformément au régime « d'information continue » prévu par la Loi.

Les opérations sur les marchés secondaires représentent maintenant environ 95 p. 100 de toutes les opérations qui sont réalisées sur les marchés financiers en Ontario[240]. Pour que les investisseurs soient disposés à acheter des valeurs mobilières sur les marchés secondaires en Ontario, ils doivent avoir de bonnes raisons de croire que le document public leur fournira en temps utile des renseignements fiables[241]. Le présent chapitre traite du régime d'information continue actuel et du rôle de la Commission dans la surveillance et l'application des obligations de divulgation.

---

238 La Loi, paragraphe 53(1). Plus précisément, un prospectus est requis si une opération est un « placement ». Un « placement » est défini au paragraphe 1(1) de la Loi et comprend « une opération portant sur les valeurs mobilières d'un émetteur qui n'ont pas encore été émises ». La Loi prévoit certaines dispenses de cette exigence relative aux prospectus, qui sont discutées au chapitre 12 du présent rapport.

239 La définition de « fait important » est présentée au paragraphe 1(1) de la Loi.

240 Avis 53-302 des ACVM, *Proposals for a Statutory Civil Remedy for Investors in the Secondary Market and Response to the Proposed Change to the Definitions of "Material Fact" and "Material Change" (2000)*, 23 OSCB 7383, section II, « Background ».

241 En vertu du régime actuel, les investisseurs du marché primaire ont le droit légal de réclamer des dommages-intérêts auprès des émetteurs et d'autres parties pour des pertes attribuables à une fausse déclaration dans un prospectus, sans être tenus de prouver qu'ils avaient le droit d'avoir confiance, ce qui est requis en vertu des droits d'action actuels de la common law. Les acquéreurs dans les marchés secondaires n'ont pas de droits d'action légaux à l'égard des fausses déclarations.

11.2 Le régime actuel

La Loi exige que les émetteurs assujettis fournissent certains renseignements sur une base régulière tout au long de l'année. Cette « information périodique » est décrite ci-dessous au paragraphe 11.2(a). L'émetteur doit en outre fournir d'autres renseignements lorsque surviennent certains événements. Cette « divulgation dictée par les événements » est décrite au paragraphe 11.2(b) ci-dessous. Selon cette théorie, les « faits importants » présentés dans le prospectus, combinés à tous les « changements importants » qui ont été annoncés depuis la date de publication du prospectus et à toute autre information qui fait partie du document d'information continue de l'émetteur, permettront de tenir le public investisseur au courant.

A) INFORMATION PÉRIODIQUE

L'émetteur assujetti doit fournir l'information suivante chaque année.

- L'émetteur assujetti doit présenter à ses actionnaires ses états financiers trimestriels (accompagnés d'un rapport de gestion)[242].
- L'émetteur assujetti doit préparer et faire parvenir à ses actionnaires, et déposer auprès de la Commission, des états financiers annuels vérifiés (accompagnés d'un rapport de gestion) au plus tard 140 jours après la fin de l'exercice.
- La plupart des émetteurs sont également tenus de déposer une notice annuelle auprès de la Commission[243]. La notice annuelle contient sensiblement la même information qu'un prospectus et sert ainsi à mettre à jour la description de l'émetteur et de ses activités sur une base annuelle.
- La direction doit faire parvenir à chaque actionnaire, avant chaque assemblée des actionnaires (annuelle et extraordinaire), un formulaire de procuration et une circulaire d'information de gestion. La circulaire doit fournir aux actionnaires l'information dont ils ont

---

242 La règle 52-501 de la CVMO portant sur les états financiers (2000), 23 OSCB 8372, exige que les états financiers intermédiaires des émetteurs assujettis comprennent un état des résultats, un état des bénéfices non répartis et un état de l'évolution de la situation financière pour le trimestre courant, ainsi qu'un bilan intermédiaire et des notes explicatives pour les états financiers intermédiaires. Le conseil d'administration d'une société (ou son comité de vérification) est tenu d'examiner les états financiers intermédiaires avant qu'ils soient déposés auprès de la Commission. Les sociétés sont encouragées à avoir recours à des vérificateurs externes pour procéder à l'examen de ces états financiers.
La règle 51-501 de la CVMO portant sur les notices annuelles et les rapports de gestion (2000), 23 OSCB 8365, telle qu'elle a été modifiée en (2001), 24 OSCB 7417, exige que la direction soumette une discussion descriptive et une analyse (rapport de gestion) de la situation financière intermédiaire qui accompagne les états financiers intermédiaires.

243 En vertu de la règle 51-501 de la CVMO portant sur les notices annuelles et les rapports de gestion, chaque émetteur assujetti, exception faite d'un fonds mutuel, est tenu de déposer une notice annuelle si les avoirs ou les revenus de ses actionnaires étaient supérieurs à 10 000 000 $ dans chacun des trois exercices financiers précédents, ou si la valeur marchande cumulative de ses titres participatifs en circulation pour lesquels existait un marché publié était supérieure à 75 000 000 $ le dernier jour de chacun des trois exercices financiers précédents.

besoin pour pouvoir poser des jugements éclairés à l'égard des questions qui sont soumises au vote de l'assemblée. La circulaire doit en outre contenir l'information concernant :

- la rémunération des administrateurs et des cadres dirigeants;
- l'endettement des dirigeants et des administrateurs;
- les intérêts des initiés dans les transactions importantes;
- les détails concernant les contrats de gestion.

B) DIVULGATION DICTÉE PAR LES ÉVÉNEMENTS

Les émetteurs assujettis et leurs initiés sont également tenus de fournir périodiquement de l'information :

- La Loi exige que les émetteurs assujettis divulguent les « changements importants » au moyen d'un communiqué de presse qui décrit le changement (et en déposant une déclaration de changement important auprès de la Commission).
- Toute personne qui est considérée comme un « initié » (généralement les administrateurs, les cadres supérieurs et les actionnaires qui détiennent 10 p. 100 ou plus des actions avec droit de vote en circulation) doit déposer un rapport dans les 10 jours suivant la date à laquelle elle est devenue un initié et doit déposer au plus tard un rapport supplémentaire 10 jours après avoir négocié ses actions dans la société.

11.3 Autres modèles de réglementation qui mettent l'accent sur le marché secondaire

Nous avons examiné deux autres modèles de réglementation qui mettent l'accent sur le marché secondaire.

A) SYSTÈME DE DIVULGATION INTÉGRÉ

En 2000, les ACVM ont publié un document de conception qui proposait un système de divulgation intégré. Selon ce système, les émetteurs assujettis seraient tenus de préparer et de déposer des documents d'information continue plus détaillés qui seraient accessibles à tous les investisseurs. Une fois ces documents déposés, les émetteurs bénéficieraient d'un processus simplifié pour émettre des valeurs mobilières, qui consisterait en une « liste des conditions » résumant les conditions des valeurs offertes, accompagnée d'un renvoi au document d'information continue de l'émetteur. Ceci améliorerait la qualité et l'utilité de l'information

continue fournie aux investisseurs tout en procurant aux émetteurs un processus plus efficace de compensation des offres par voie de prospectus[244].

Le but principal du système de divulgation intégré est de minimiser l'importance du prospectus comme document d'information principal et de se concentrer plutôt sur la qualité de la base d'information continue de l'émetteur[245]. En vertu du système de divulgation intégré :

- les investisseurs dans les marchés secondaires et dans les marchés dispensés auraient accès à une meilleure information publique;
- les émetteurs pourraient procéder plus rapidement à de nouvelles émissions de titres sur les marchés;
- les émetteurs pourraient réunir des fonds à un coût raisonnable sans compromettre la sécurité des investisseurs.

B) LE MODÈLE D'INSCRIPTION DES SOCIÉTÉS

Nous avons également étudié le modèle d'inscription des sociétés proposé dans le rapport Wallman aux États-Unis en 1996. Selon ce modèle, les sociétés déposeraient un document générique semblable à une notice annuelle afin de rendre publique l'information sur l'émetteur et ses activités. Lorsque l'émetteur souhaiterait procéder à de nouvelles émissions de titres, seule l'information concernant ces titres serait requise puisque l'information concernant l'émetteur figurerait déjà dans les archives publiques. Les émetteurs bénéficieraient de la réduction des frais de transaction et de la souplesse accrue découlant d'un processus d'inscription simplifié.

Le modèle d'inscription est semblable au système de divulgation intégré, qui a été décrit ci-dessus. Nous constatons cependant que la Commission des valeurs mobilières des États-Unis (SEC) n'a pas adopté le modèle recommandé dans le rapport Wallman; toutefois, nous croyons que ce modèle et le système de divulgation intégré proposé comportent certains avantages et qu'ils représentent une nouvelle démarche intéressante.

---

244 Voir l'Avis et la demande de commentaires des ACVM, 44-401, 51-401 portant sur un document de conception relatif à un système de divulgation intégré (2000), 23 OSCB 633.

245 Par le passé, les mesures législatives régissant les valeurs mobilières mettaient l'accent sur le prospectus plutôt que sur l'information continue. Le système de divulgation intégré vise à modifier cette façon de faire en dissociant du prospectus les renseignements relativement constants qui décrivent l'émetteur. Ces renseignements, qui constituent l'information de base, seraient intégrés par renvoi dans une notice d'offre abrégée chaque fois qu'un émetteur désire réunir des capitaux supplémentaires. Un prospectus abrégé permettrait à un émetteur de profiter rapidement des conditions du marché pour réunir des capitaux.

11.4 Comment s'exerce la surveillance relative aux exigences en matière d'information continue et comment ces mesures sont-elles appliquées?

Les pratiques d'information continue des émetteurs assujettis n'avaient pas été soumises à un examen régulier avant janvier 1999, lorsque la Commission a mis sur pied une équipe responsable de la surveillance et de l'application des exigences en matière d'information continue, la « Continuous Disclosure Team » ou équipe CD. Celle-ci examine les documents d'information continue déposés par les émetteurs assujettis, publie des lettres d'observations semblables à celles qui sont fournies dans le cadre du processus d'examen des prospectus et surveille les sources externes pour repérer les manquements potentiels aux obligations de divulgation[246]. L'équipe exerce deux fonctions. D'abord, elle veille au respect des exigences de la Loi, permettant à la Commission de prendre des mesures contre les émetteurs assujettis contrevenants. Ensuite, grâce à son interaction avec les émetteurs assujettis, l'équipe CD a commencé à jouer un rôle important auprès de ces derniers afin de les aider à comprendre leurs obligations d'information continue.

Les sanctions prévues par la Loi pour les manquements aux obligations d'information continue sont semblables à celles qui s'appliquent à toute autre violation de la Loi. S'il est établi que l'information fournie par un émetteur est inadéquate au point de constituer un manquement, cet émetteur peut être placé sur la liste des émetteurs en défaut[247]. L'équipe CD pourrait demander une audience devant la Commission en vertu de l'article 127 de la Loi et la Commission pourrait exiger que l'émetteur modifie son document d'information[248].

L'examen du document d'information continue d'un émetteur ressemble à l'examen des prospectus réalisé par d'autres membres du personnel de la Commission. Cependant, dans le cas du prospectus, le directeur peut refuser d'accuser réception de ce dernier dans des circonstances réglementaires. L'équipe CD ne dispose pas de moyens semblables pour inciter l'émetteur à remédier aux problèmes qu'elle soulève. La Loi ne couvre pas explicitement les examens d'information continue (comme elle le fait pour les examens des prospectus[249] et les examens de la conformité[250]). Nous croyons que la reconnaissance juridique des examens d'information continue est nécessaire afin de souligner l'importance des obligations d'information continue

---

246 Voir l'avis au personnel de la CVMO 51-703 portant sur la mise en œuvre d'un programme de révision des mécanismes d'information continue (2000), 23 OSCB 4123. En mars 2003, la direction des fonds d'investissement de la Commission lancera un programme de révision de l'information continue pour tous les fonds d'investissement. Avis au personnel de la CVMO 81-705 portant sur la mise en œuvre d'un programme de révision des mécanismes d'information continue pour les fonds d'investissement (2003), 26 OSCB 1757.

247 Politique 51-601 de la CVMO portant sur les émetteurs assujettis en défaut (2001), 24 OSCB 6587, paragraphe 3.3(2)4.

248 La Loi, alinéa 127(1)5.

249 La Loi, article 61.

250 La Loi, article 20.

dans le contexte actuel[251]. Nous soulignons également que la plupart des intervenants sont en faveur de la reconnaissance juridique des examens de l'information continue[252]. En outre, la responsabilité civile en matière d'information continue (abordée ci-dessous) représentera une autre mesure importante pour inciter les émetteurs dont les pratiques de divulgation sont inadéquates à résoudre les problèmes soulevés par l'équipe CD.

Dans notre rapport préliminaire, nous recommandions que le concept d'examen de l'information continue soit enchâssé dans la Loi. Nous sommes heureux d'apprendre que le gouvernement de l'Ontario a appuyé notre recommandation à cet égard en l'incluant dans les mesures législatives adoptées en décembre 2002[253]. Nous soulignons également que les Modifications de 2002 donneront à la Commission, dans le contexte d'un examen de l'information continue, le pouvoir de demander que des émetteurs lui fournissent des documents internes afin qu'elle les étudie. Les renseignements ainsi reçus par la Commission feront l'objet d'une dispense d'accès en vertu de la *Loi sur l'accès à l'information et la protection de la vie privée* si la Commission détermine qu'ils devraient demeurer confidentiels. Nous croyons que ces modifications sont utiles pour deux raisons. Tout d'abord, elles permettront à la Commission de demander aux émetteurs des renseignements supplémentaires qui pourront aider le personnel à procéder à l'examen sans qu'elle soit obligée de rendre une ordonnance d'investigation officielle et que l'émetteur visé soit marqué du stigmate normalement associé à ce type d'ordonnance. Ensuite, ces modifications donneront aux sociétés assujetties l'assurance que les renseignements hautement confidentiels qu'elles fournissent à la Commission seront tenus hors du domaine public lorsqu'il est raisonnable de croire que leur divulgation pourrait porter atteinte à la position concurrentielle d'une société ou lui causer des pertes excessives.

Bien que nous appuyions la décision du gouvernement de l'Ontario de conférer ces pouvoirs supplémentaires à la Commission, nous exhortons néanmoins celle-ci à faire preuve de retenue et de prudence dans l'exercice de ces pouvoirs. Nous comprenons que lors de son récent examen portant sur les sociétés inscrites à l'indice TSX 100 qui sont établies en Ontario, la Commission a demandé que les sociétés lui fournissent des renseignements internes privés avant d'examiner leurs dossiers d'information, et ce, sans avoir de préoccupation particulière concernant leurs activités de divulgation. Cette initiative, quoique inhabituelle, visait à ce que les examens des sociétés les plus importantes de l'Ontario s'effectuent plus rapidement et avec une plus grande vigilance en raison de leurs répercussions sur les marchés financiers ontariens[254]. Cet examen

---

251 Nous soulignons qu'en vertu de la *Loi Sarbanes-Oxley de 2002*, la SEC est tenue d'effectuer des examens « périodiques et systématiques » de toutes les sociétés ouvertes, au moins tous les trois ans.

252 Voir les lettres d'observations des Certified General Accountants of Ontario, du Régime de retraite des enseignantes et enseignants de l'Ontario, de Fasken, Martineau DuMoulin s.r.l. et du sous-comité des valeurs mobilières du Barreau du Haut-Canada.

253 Voir l'article 179 des Modifications de 2002.

254 « OSC Increases Continuous Disclosure Reviews – More Staff, Higher Targets, Deficient Companies to be Named » (2002), 25 OSCB 5700.

s'inscrivait dans l'activité générale de la Commission en vue d'accroître la confiance des investisseurs compte tenu des récents effondrements de sociétés survenus aux États-Unis. Bien que nous, les membres du comité, admettions que la restauration de la confiance des investisseurs constitue un objectif louable, en règle générale, nous sommes en désaccord avec le processus d'examen entrepris. La recommandation formulée dans le rapport préliminaire visait à faire reconnaître en droit une fonction très importante de la Commission et ne devrait pas être interprétée comme une invitation à la Commission à se lancer dans une « expédition de pêche ».

11.5 Questions liées à l'harmonisation

Il n'existe pas de démarche harmonisée en matière d'information continue au Canada. On note, par exemple, des différences entre les provinces et les territoires pour ce qui est des questions suivantes :

- la définition de « changement important »;
- les exigences relatives à la préparation et au dépôt des déclarations de changement important;
- la définition d'« initié »;
- les exigences concernant les déclarations d'initié;
- les délais pour le dépôt des états financiers;
- les exigences relatives au dépôt des états financiers trimestriels;
- les normes relatives aux états financiers;
- les exigences concernant le rapport de gestion;
- l'obligation de déposer une notice annuelle.

Dans la première partie du présent rapport, nous avons plaidé en faveur de l'harmonisation de la réglementation des valeurs mobilières à l'échelle du Canada, y compris celle de l'information continue. À cette fin, nous soulignons qu'en juin 2002, les ACVM ont publié la *Norme canadienne 51-102 sur les obligations d'information continue* afin de recueillir des observations. Cet avant-projet de règlement vise à :

- harmoniser les exigences en matière d'information continue dans tout le Canada;
- remplacer les normes locales actuelles en matière d'information continue;
- accroître l'uniformité de la communication d'information sur les marchés primaire et secondaire des valeurs mobilières;
- faciliter les initiatives de mobilisation de fonds, grâce à un système intégré de communication de l'information, par exemple.

Nous appuyons fermement cette initiative et encourageons les ACVM à accorder une grande priorité à cet avant-projet de règlement afin d'assurer son adoption rapide d'un bout à l'autre du Canada. Nous sommes d'accord avec la démarche des ACVM consistant à harmoniser les exigences en fonction des différents rangs d'émetteurs. Certaines exigences peuvent s'avérer trop onéreuses pour les émetteurs de titres de second rang. Il pourrait être nécessaire d'imposer aux émetteurs de titres de second rang des exigences de communication de l'information différentes, qui soient mieux adaptées aux réalités de leur secteur d'affaires et à leur état de développement, afin que la communication de l'information sur le marché soit plus significative.

Recommandation :

Nous appuyons fortement l'initiative des ACVM qui consiste à harmoniser les exigences canadiennes d'information continue et encourageons les ACVM à accorder une grande priorité à cet avant-projet de règlement afin d'assurer son adoption rapide d'un bout à l'autre du Canada.

11.6 La responsabilité civile en matière d'information continue

Dans notre rapport préliminaire, nous recommandions au gouvernement de l'Ontario d'adopter des mesures législatives établissant la responsabilité civile en matière d'information continue, une question qui était à l'étude depuis quelque temps. En décembre 2002, le gouvernement de l'Ontario a promulgué ces mesures dans le cadre de l'adoption d'autres mesures législatives concernant la confiance des investisseurs. La présente section décrit le contexte de l'adoption de ces mesures législatives.

A) CONTEXTE

Au cours des trente dernières années, quelques propositions ont été soumises en vue d'étendre le régime statutaire de responsabilité civile à l'information continue. En 1979, les propositions fédérales relatives à l'uniformisation de la Loi sur les valeurs mobilières au Canada contenaient des recommandations visant, entre autres, à établir un régime statutaire de responsabilité civile qui couvrirait l'information continue[255]. Ces propositions n'ont pas été adoptées. En 1984, la Commission a recommandé des modifications législatives qui auraient étendu le régime statutaire de responsabilité civile aux documents d'information continue[256].

---

255 P. Anisman, J. Howard, W. Grover et J.P. Williamson, *Proposals for a Securities Market Law for Canada* (Ottawa, ministre des Approvisionnements et Services, 1979).

256 « Civil Liability for Continuous Disclosure Documents Filed under the *Securities Act* – Request for Comments » (1984), 7 OSCB 4910. De même, en 1994, le gouvernement de la Colombie-Britannique a présenté une proposition en vue d'instaurer un régime statutaire limité de responsabilité civile pour certains documents d'information à la suite de l'enquête Matkin et à la lumière des recommandations formulées dans ce rapport (J.G. Matkin et G.G. Cowper, *Restructuring for the Future; Towards a Fairer Venture Capital Market*, Rapport de la Bourse de Vancouver et de la Commission des valeurs mobilières [1994]). Cependant, à ce stade, le Comité Allen avait été mis sur pied et le gouvernement de la Colombie-Britannique a accepté d'attendre la publication du rapport de ce comité dans l'espoir que ses recommandations éventuelles pourraient être adoptées à l'échelle du pays.

En décembre 1994, le Comité Dey a recommandé que la question du régime statutaire de responsabilité civile concernant la divulgation d'information continue en temps utile soit réintégrée au programme d'élaboration des politiques[257]. Peu après, le Comité Allen a été mis sur pied. Il avait pour mandat d'examiner l'information continue des sociétés ouvertes canadiennes et de déterminer si cette information était adéquate. Il devait également déterminer si des recours additionnels devaient être offerts aux organismes de réglementation ou aux investisseurs, si les émetteurs ne respectaient pas leurs obligations d'information continue.

En mars 1997, le Comité Allen a publié un rapport concluant qu'il existait des preuves d'un nombre important de manquements aux obligations d'information, ainsi qu'une foule de problèmes apparents quant à l'adéquation du système d'information continue au Canada. Le comité a déclaré qu'il craignait que cette situation ternisse la réputation de nos marchés financiers et ébranle la confiance des investisseurs, ce qui aurait des répercussions financières directes pour les sociétés canadiennes.

Enfin, en janvier 1999, le Mining Standards Task Force a publié un rapport intitulé *Setting New Standards : Recommendations for Public Mineral Exploration and Mining Companies*[258]. Ce groupe de travail a appuyé les recommandations du Comité Allen concernant la responsabilité civile statutaire à l'égard des fausses déclarations contenues dans l'information continue, considérant cette mesure comme une étape importante en vue de rendre les sociétés responsables de l'information qu'elles communiquent au sujet de l'exploitation, du développement et de la production dans le secteur minier.

B) RÉGIME STATUTAIRE DE RESPONSABILITÉ CIVILE – PROJET DE LOI ET RÉACTION DU GOUVERNEMENT DE L'ONTARIO

Le 3 novembre 2000, les ACVM ont publié un avant-projet de modifications législatives qui créerait un régime statutaire de responsabilité civile en matière d'information continue[259]. Ces modifications relatives à la notion de responsabilité civile s'inspiraient largement des recommandations du Rapport Allen. En décembre 2002, le gouvernement de l'Ontario a adopté des mesures législatives qui, en règle générale, reflétaient les modifications relatives à la notion

---

257 *Where Were the Directors? Guidelines for Improved Corporate Governance in Canada*, rapport du comité de la Bourse de Toronto sur la régie d'entreprise au Canada (décembre 1994).

258 Publié en janvier 1999 par la Bourse de Toronto et la Commission. Il s'agissait d'un groupe de travail mixte formé par la Commission et la Bourse de Toronto.

259 Les modifications relatives à la notion de responsabilité civile visaient « principalement à décourager les fausses déclarations et les manquements à l'obligation de divulgation opportune ». À cette fin, les modifications relatives à la notion de responsabilité civile contenaient des limites de responsabilité variant selon les différentes catégories d'intimés. Pour un émetteur, la limite de responsabilité était fixée à 1 000 000 $ ou 5 p. 100 de la capitalisation boursière de la société, selon le montant le plus élevé. Voir l'avis 53-302 des ACVM portant sur une proposition relative à un recours en justice pour responsabilité civile dont les investisseurs du marché secondaire pourraient se prévaloir et sur la réaction aux modifications de la définition de « fait important » et de changement important » (2000), 23 OSCB 7383.

de responsabilité civile[260]. Une fois ces modifications entrées en vigueur, elles permettront aux investisseurs du marché secondaire de poursuivre n'importe quelle société ouverte et toute autre partie responsable[261] qui font une fausse déclaration publique, écrite ou verbale, relative à des faits importants[262] concernant la société, ou qui manquent aux obligations de divulgation opportune[263].

Les modifications relatives à la notion de responsabilité civile ont suscité une vive opposition lorsqu'elles ont été publiées initialement en vue d'obtenir des commentaires, principalement de la part des sociétés ouvertes[264], qui s'inquiétaient surtout des coûts que devraient assumer les sociétés ouvertes, leurs administrateurs et, en dernière analyse, leurs actionnaires, pour se défendre contre des recours collectifs sans fondement valable. Pour apaiser ces craintes, les ACVM ont apporté certaines modifications à l'avant-projet, en introduisant notamment des mécanismes procéduraux conçus pour empêcher les recours sans fondement valable[265]. Les ACVM croient que ces nouveaux mécanismes procéduraux, combinés à la disposition de responsabilité proportionnelle et au fait que les frais juridiques sont payés par la partie perdante, « devraient garantir que le droit d'action prévu par la loi est exercé dans un environnement litigieux... moins susceptible d'entraîner des poursuites frauduleuses coercitives »[266]. Une

---

260 Voir l'article 198 des Modifications de 2002.

261 Les administrateurs, les directeurs, les « personnes d'influence » (y compris les personnes chargées du contrôle, les fondateurs, les initiés et les gestionnaires de fonds d'investissement) et les experts (y compris les vérificateurs) sont également considérés comme des intimés éventuels.

262 Une fausse déclaration est définie au paragraphe 1(1) de la Loi comme : a) « une déclaration erronée au sujet d'un fait important ou b) l'omission de relater un fait important dont la déclaration est requise ou nécessaire pour que la déclaration ne soit pas trompeuse, eu égard aux circonstances dans lesquelles la déclaration a été faite ».

263 Les intimés peuvent se prévaloir de plusieurs moyens de défense en vertu des modifications relatives à la notion de responsabilité civile. Par exemple, chaque intimé jouit d'une défense basée sur la diligence raisonnable s'il prouve qu'il a effectué ou fait effectuer une enquête raisonnable et qu'il n'avait aucun motif valable de croire que le document ou l'énoncé public verbal contenait une fausse déclaration ou qu'il y aurait manquement à l'obligation de divulgation opportune. En outre, l'émetteur n'est pas non plus passible de responsabilité civile pour manquement à l'obligation de divulgation opportune s'il avait déposé un rapport confidentiel signalant des changements importants et s'il satisfait à d'autres exigences. Les intimés peuvent également limiter leur responsabilité éventuelle en cas de manquement à l'obligation d'information continue commis à leur insu en prenant des mesures correctives. Les modifications relatives à la notion de responsabilité civile renferment une « règle refuge » concernant l'information prospective.

264 Les modifications relatives à la notion de responsabilité civile ont été publiées en vue d'obtenir des commentaires en mai 1998 (voir 1998, 21 OSCB 3367).

265 Par exemple, les modifications relatives à la notion de responsabilité civile font en sorte que la partie demanderesse doive obtenir la permission du tribunal pour intenter une action en justice. Avant d'accorder la permission, le tribunal doit être convaincu que l'action i) est intentée de bonne foi et ii) a des chances de succès raisonnables au procès. Les modifications relatives à la notion de responsabilité civile rendent en outre obligatoire l'approbation du tribunal avant tout règlement d'un litige.

266 Nous avons constaté récemment que certains commentaires, qui représentent principalement le point de vue de la partie demanderesse, portaient sur la question de savoir si, une fois adoptées, les modifications relatives à la notion de responsabilité civile seraient utilisées par les demandeurs dans le cadre de recours collectifs et, le cas échéant, si elles offriraient un moyen de dissuasion efficace.

décision relativement récente rendue en Ontario porte à croire que les tribunaux considéreront d'un œil défavorable les poursuites frauduleuses coercitives de style américain[267].

Dans notre rapport préliminaire, nous avons affirmé que le bien-fondé d'un régime légal de responsabilité civile avait été démontré. Le gouvernement de l'Ontario a manifesté son appui aux mesures législatives en les déposant et en les adoptant pendant la session législative de l'automne 2002. Nous encourageons vivement le gouvernement de l'Ontario à mettre en œuvre les modifications législatives sur une base prioritaire. À cet égard, nous soulignons que nous avons reçu de nombreuses observations de la part d'intervenants qui appuient énergiquement l'adoption des modifications relatives à la notion de responsabilité civile[268]. L'un des intervenants a livré l'observation suivante :

> Les émetteurs devraient considérer les mécanismes procéduraux et les limitations de la responsabilité civile que mettent en place les modifications relatives à la notion de responsabilité civile comme une solution de rechange préférable aux résultats indéterminés des recours collectif intentés hors du cadre de ces modifications. En outre, la compétitivité des marchés financiers canadiens repose, en partie, sur la capacité de démontrer que les lois canadiennes sur les valeurs mobilières protègent aussi bien les droits des investisseurs que celles en vigueur dans les autres grands marchés. Par conséquent, nous sommes d'accord avec le Comité pour dire qu'il faut aller de l'avant avec la proposition des ACVM d'instaurer un régime statutaire de responsabilité civile relativement à l'information continue[269] [traduction].

Nous soulignons que la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique (BCSC) a récemment publié une proposition de révision des mesures législatives concernant la responsabilité civile dans le cadre de ses nouvelles propositions pour la réglementation des valeurs mobilières[270]. Le projet de loi de la BCSC propose d'apporter plusieurs changements aux modifications relatives à la notion de responsabilité civile. Malheureusement, nous considérons ce projet comme un pas en arrière par rapport aux efforts d'uniformisation déployés par les ACVM dans ce domaine d'importance capitale. Maintenant que les mesures législatives proposées par les ACVM ont été déposées et promulguées en Ontario, nous encourageons d'autres gouvernements provinciaux et territoriaux à emboîter le pas et à adopter des lois uniformes.

---

267 Voir, par exemple, *Epstein c. First Marathon Inc.* [2000] 2 B.L.R. (3d) (Ont. S.C.), où le tribunal a dénoncé les poursuites coercitives de style américain. Le tribunal a utilisé ses pouvoirs en vertu de la *Loi de 1992 sur les recours collectifs*, L.O. 1992, art. 6, qui exige l'approbation du tribunal pour tout règlement d'un recours collectif introduit en vertu de la Loi, pour rejeter une entente de règlement proposée qui n'aurait apporté aucun avantage à la catégorie d'actionnaires proposée et selon laquelle on aurait versé un paiement substantiel à l'avocat du groupe. J.Cumming a soutenu que l'approbation du règlement « contreviendrait aux objectifs d'intérêt public qui sous-tendent l'adoption de la [Loi] par l'assemblée législative » et que le « recours collectif de la partie demanderesse allait à l'encontre de tous ces objectifs ».

268 Voir les lettres d'observations des Certified General Accountants of Ontario, du Nouveau parti démocratique de l'Ontario, de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l., du Régime de retraite des enseignantes et enseignants de l'Ontario, de PricewaterhouseCoopers s.r.l., de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, de l'Institut canadien des comptables agréés, de l'Institut canadien de relations avec les investisseurs et de BMO Nesbitt Burns.

269 Voir la lettre d'observations de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l.

270 BCSC, « New Proposals for Securities Regulation – A New Way to Regulate » (5 juin 2002) (www.bcsc.bc.ca).

Enfin, nous avons reçu deux lettres d'observations exhortant le Comité à recommander qu'on apporte certains changements au régime de responsabilité civile à l'égard d'un placement initial de titres pour faire pendant aux modifications relatives à la notion de responsabilité civile, comme la mise en place d'un régime de responsabilité proportionnelle[271]. L'un des intervenants a fait part de l'observation suivante :

> Il s'agit d'une question particulièrement critique, car les ACVM préparent la mise en place d'un système intégré de divulgation dans lequel les documents d'information continue sont cités dans les documents principaux se rapportant aux placements de valeurs mobilières. Une partie peut être engagée à des fins d'information continue, malgré le risque de responsabilité, s'il y a également, en vertu de la loi… une répartition des dommages-intérêts. Cependant, cette partie peut subir un préjudice grave lorsque ledit document peut être intégré à un prospectus à une date postérieure, au risque de… responsabilité solidaire. Il est permis de croire que la partie en question pourrait se dissocier de l'utilisation ultérieure du document. Toutefois, si on y a souvent recours, cette pratique pourrait avoir de graves conséquences sur le fonctionnement efficient des marchés financiers[272] [traduction].

Nous croyons qu'il existe des différences fondamentales entre le placement initial de titres et leur reclassement, et que l'on devrait tenir compte de ces différences lorsqu'il s'agit d'établir un recours civil au bénéfice des investisseurs sur les marchés primaires et secondaires. Par exemple, dans le cas d'un placement initial de titres, un émetteur reçoit de ce placement des fonds qui peuvent servir à indemniser les investisseurs qui ont acheté de ses titres et qui ont subi des dommages en raison d'une fausse déclaration faite dans un prospectus. Dans le cas des opérations exécutées sur les marchés secondaires, l'émetteur ne retire aucun produit et, en bout de ligne, ce sont les actionnaires qui doivent assumer les coûts afférents aux dommages-intérêts mis à la charge de l'émetteur par suite de la publication d'une fausse déclaration dans un document d'information continue. Nous croyons toutefois, malgré ces différences, que l'adoption des modifications relatives à la notion de responsabilité civile nécessite un réexamen de certains des éléments du régime actuel de responsabilité civile à l'égard du placement initial de titres. Tout particulièrement, nous avons recommandé à la Commission d'étudier la pertinence de modifier ce régime afin de faire pendant aux modifications relatives à la notion de responsabilité civile en ce qui a trait aux points suivants :

- le remplacement du modèle de responsabilité solidaire par un modèle de responsabilité proportionnelle en vertu duquel chaque intimé serait responsable uniquement à l'égard de sa part réelle du total des dommages-intérêts accordés au demandeur;
- le droit pour l'émetteur d'invoquer une défense basée sur la diligence raisonnable;
- l'adoption d'une règle refuge relativement à l'information prospective.

---

271 Voir les lettres d'observations de l'Institut canadien des comptables agréés et de PricewaterhouseCoopers s.r.l.

272 Voir les lettres d'observations de PricewaterhouseCoopers s.r.l.

Bien que nous ne formulions aucune recommandation précise quant à la pertinence d'éventuels changements, nous croyons qu'il est justifié d'étudier la question.

Recommandations :

1. Nous soutenons la proposition des ACVM en vue de la création d'un régime légal de responsabilité civile concernant l'information continue et recommandons vivement au gouvernement de l'Ontario de promulguer ces mesures législatives le plus tôt possible. Nous encourageons également les gouvernements des autres territoires de compétence des ACVM à adopter ce même régime.

2 Nous recommandons à la Commission d'étudier la pertinence de modifier le régime actuel de responsabilité civile en ce qui concerne le placement initial de titres afin de faire pendant aux modifications relatives à la notion de responsabilité civile en ce qui a trait aux points suivants :

- le remplacement du modèle de responsabilité solidaire par un modèle de responsabilité proportionnelle;
- le droit pour l'émetteur d'invoquer une défense basée sur la diligence raisonnable;
- l'adoption d'une règle refuge relativement à l'information prospective.

CHAPITRE 12

LE SYSTÈME FERMÉ

Le système fermé forme la pierre angulaire de notre système de dispenses de dépôt de prospectus depuis plus de 20 ans. Bien que ce système n'ait jamais été facile à comprendre, il est devenu au fil des ans de plus en plus complexe et difficile à administrer et à respecter. Ceci est principalement dû au fait que les ordonnances générales précédentes (maintenant devenues des règles) ajoutent et éliminent des dispenses relatives aux prospectus et modifient les périodes de détention qui s'appliqueraient autrement en vertu de la Loi. En outre, d'autres provinces sont également dotées de systèmes fermés, mais ceux-ci comportent différentes dispenses et règles relatives aux périodes de détention. Par conséquent, nous avons tenté de déterminer si le système fermé devrait être remplacé par une autre démarche ou si certains de ses aspects devraient être modifiés ou éliminés. Dans le cadre de cette analyse, nous avons cherché à savoir si les restrictions relatives aux périodes de détention et d'acclimatation étaient nécessaires. Par ailleurs, nous avons examiné les dispenses de dépôt de prospectus existantes et le besoin d'uniformité à cet égard à l'échelle du Canada.

12.1 Qu'est-ce que le système fermé?

L'exigence de dépôt de prospectus remplit une fonction importante en obligeant l'émetteur à fournir certains renseignements aux investisseurs éventuels afin de les aider à prendre leurs décisions d'investissement. En outre, le prospectus doit être transmis au Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR), afin de rendre l'information qu'il contient généralement accessible au marché. Toutefois, dans certains cas, les investisseurs n'ont pas besoin de l'information contenue dans le prospectus ou sont capables de l'obtenir eux-mêmes en discutant directement avec l'émetteur. Dans ces situations, la Loi permet à l'émetteur de se soustraire à l'obligation de consacrer le temps et d'engager les frais nécessaires pour préparer un prospectus.

Avant 1979, l'émetteur devait déposer un prospectus s'il effectuait un « placement dans le public ». Le sens de cette expression n'était pas clair, pas plus que la définition d'un membre « du public ». Afin de préciser les circonstances dans lesquelles un prospectus est requis, le concept du placement dans le public a été éliminé et le « système fermé » a été adopté. En vertu du système fermé, l'émetteur doit déposer un prospectus pour tous les placements de valeurs mobilières, sauf s'il peut se prévaloir d'une dispense particulière. Les valeurs mobilières émises en vertu d'une dispense peuvent être négociées en utilisant une dispense supplémentaire, mais le système est « fermé » en ce sens que les autres opérations sur ces valeurs mobilières hors du système de dispenses sont interdites, à moins qu'un prospectus ne soit déposé et reçu ou que certaines restrictions relatives à la revente ne soient satisfaites. De cette façon, les valeurs qui sont émises en vertu d'une dispense de dépôt de prospectus font partie du « système fermé » et ne peuvent pas entrer sur le marché secondaire. En règle générale, les valeurs mobilières qui sont

émises en vertu d'une dispense peuvent seulement être négociées à l'extérieur du système fermé (ou, en d'autres termes, elles sont « négociables librement ») si l'émetteur est ou a été un émetteur assujetti pendant une période de temps donnée et, dans certains cas, sous réserve de la restriction additionnelle voulant que les valeurs mobilières doivent avoir été détenues pendant une certaine période[273].

Il importe d'expliquer les deux éléments suivants du système fermé pour en comprendre le fonctionnement : les « périodes de détention » et les « périodes d'acclimatation ». Les « périodes de détention » s'appliquent aux valeurs mobilières acquises en vertu de certaines dispenses relatives aux prospectus, ce qui signifiait qu'elles ne pouvaient pas être revendues tant qu'elles n'avaient pas été détenues pendant la période requise. La justification des périodes de détention est expliquée à la section 12.3. Les périodes de six, douze ou dix-huit mois ont été éliminées en 2001 lorsque les ACVM ont uniformisé les diverses périodes de détention afin de remplacer les périodes de détention locales prévues dans les lois provinciales. Ces nouvelles dispositions prévoient que les valeurs mobilières acquises en vertu de dispenses relatives aux prospectus peuvent être revendues quatre mois (dans le cas d'un émetteur admissible) ou douze mois (dans le cas d'un émetteur non admissible) après la date de l'opération dispensée ou après la date à laquelle l'émetteur devient un émetteur assujetti, selon la dernière éventualité[274]. Le placement de valeurs mobilières provenant d'un bloc de contrôle peut être effectué sans déposer un prospectus, à condition de respecter les périodes de détention et pourvu que le porteur du bloc de contrôle fournisse un avis préalable au marché en déposant un avis d'intention de vente, et que le vendeur atteste certains faits.

Certaines opérations dispensées du dépôt d'un prospectus ne comportent pas de périodes de détention, mais sont plutôt soumises à des « périodes d'acclimatation ». La Loi stipule que les valeurs mobilières acquises en vertu d'une dispense de dépôt de prospectus et soumises à des périodes d'acclimatation peuvent être négociées librement seulement si l'émetteur est un émetteur assujetti depuis au moins 12 mois et s'il ne contrevient à aucune exigence de la Loi. Le principe à la base des périodes d'acclimatation est que si l'émetteur est un émetteur assujetti depuis au moins un an, il a eu le temps d'établir un document d'information suffisant qui fait en sorte que les acquéreurs n'ont pas besoin de l'information contenue dans un prospectus. La norme multilatérale 45-102 portant sur la revente des valeurs mobilières harmonise les périodes d'acclimatation à l'échelle du pays, remplaçant la période d'acclimatation de douze mois prévue par la Loi par une période d'acclimatation de quatre mois (pour les émetteurs admissibles) ou une période d'acclimatation de douze mois (pour les émetteurs non admissibles).

---

273 Pour devenir un « émetteur assujetti », une société est généralement tenue de déposer un prospectus ou de s'inscrire à une bourse en Ontario qui est reconnue par la Commission.

274 Norme multilatérale 45-102 portant sur la revente des valeurs mobilières (2001), 24 OSCB 7029.

12.2 Problèmes liés au système fermé

Dans ce système fermé, chaque placement de titres exige un prospectus ou est couvert par une dispense particulière. La certitude engendrée par ce système coûte cher étant donné sa complexité et son manque d'efficacité. Les lois ne peuvent pas couvrir toutes les opérations imaginables qui sont conformes aux objectifs de base des dispenses. Par conséquent, les émetteurs doivent demander des dispenses discrétionnaires pour certaines opérations qui peuvent être semblables, sans être identiques, aux opérations couvertes par des dispenses existantes. Ceci a pour effet de compliquer les transactions des émetteurs et d'en augmenter le coût. Les commissions des valeurs mobilières dans l'ensemble du pays doivent, à leur tour, consacrer du temps et des efforts considérables au traitement de ces demandes de dispenses discrétionnaires. Lorsqu'un type particulier d'opération devient répandu, la Commission doit accorder des dispenses récurrentes puisqu'elle n'est plus habilitée à émettre des ordonnances générales. Il est difficile de voir comment ce processus peut favoriser l'atteinte des deux objectifs de la Loi, c'est-à-dire protéger les investisseurs et améliorer l'efficience des marchés financiers. Au chapitre sept du présent rapport, nous recommandons que la Commission soit habilitée à émettre des ordonnances générales.

En raison des périodes de détention et des périodes d'acclimatation, la revente des valeurs mobilières émises en vertu des dispenses de dépôt de prospectus devient une question très complexe qui nécessite des conseils juridiques spécialisés. Même si la mise en œuvre de la norme multilatérale 45-102 a permis d'uniformiser dans une certaine mesure les exigences relatives aux périodes de détention et aux périodes d'acclimatation dans les territoires de compétence qui utilisent des systèmes fermés, les dispenses relatives aux prospectus et les restrictions concernant la revente varient encore d'une province à l'autre.

Les dispenses relatives aux prospectus ont toujours été différentes dans l'ensemble du Canada. De récentes réformes en Ontario, en Colombie-Britannique et en Alberta montrent comment les organismes de réglementation continuent d'évoluer dans des directions différentes[275]. Au lieu d'harmoniser et de simplifier le régime de mobilisation de fonds au Canada, ces initiatives locales divergentes ont exacerbé les différences entre les dispenses offertes dans tout le pays, accroissant ainsi le coût et la complexité des titres dispensés. Les considérations locales et les

---

[275] Voir la règle 45-501 de la CVMO portant sur les placements dispensés, comparativement aux nouvelles dispenses en Colombie-Britannique et en Alberta : la « dispense visant les membres de la famille, les amis et les partenaires d'affaires », la « dispense de la notice d'offre », la « dispense visant les investisseurs accrédités » et une « dispense visant les émetteurs privés » modifiée (Norme multilatérale 45-103 portant sur les dispenses relatives à la mobilisation de fonds). Ces dispenses ont remplacé certaines dispenses existantes, y compris la « dispense visant les 50 acquéreurs », la « dispense de 25 000 $ visant les acquéreurs avertis » et la « dispense visant les amis et les parents ». En novembre 2002, la norme multilatérale 45-103 a été publiée sous une forme modifiée aux fins d'observations. (Voir l'avis BCN 2002/39 proposant que des modifications soient apportées à la norme multilatérale 45-103 portant sur les dispenses relatives à la mobilisation de fonds et qu'elle soit adoptée dans d'autres territoires de compétence.) Une fois élaborée dans sa version finale, elle sera également en vigueur au Manitoba, à Terre-Neuve, dans les Territoires du Nord-Ouest, au Nunavut, à l'île-du-Prince-Édouard et en Saskatchewan, même s'il existera certaines différences entre ces provinces et territoires quant aux dispenses relatives à la notice d'offre.

différences dans les marchés régionaux sont souvent citées pour expliquer les différences dans la nature des dispenses prévues par les lois locales. Nous croyons que les considérations locales peuvent être reflétées dans un ensemble harmonisé de dispenses qui s'appliquent à l'échelle du pays. Nous soulignons que, comme nous, bon nombre d'intervenants se préoccupent de l'état du système fermé et des problèmes causés par les règles locales distinctes qui régissent les dispenses relatives aux prospectus[276].

Recommandation :

Nous encourageons les ACVM à adopter des réformes supplémentaires en ce qui a trait aux dispenses relatives aux prospectus et au système fermé dans le but d'harmoniser et de simplifier les exigences visant les placements privés.

12.3 Les récentes réformes apportées au régime du marché dispensé et aux règles de revente vont-elles assez loin ?

A) RÉFORME DU MARCHÉ DISPENSÉ

Le système fermé est basé sur des dispenses particulières des exigences de dépôt de prospectus. La Loi et la législation subordonnée contiennent présentement plus de 40 dispenses de ce genre. Certaines de ces dispenses ont été consolidées dans la règle 45-501 de la CVMO portant sur les placements dispensés, qui a effectivement remplacé différentes dispenses prévues par la Loi. La règle 45-501 de la CVMO a introduit deux nouvelles dispenses : la « dispense visant les émetteurs regroupant peu d'actionnaires » et la « dispense visant les investisseurs accrédités ». Les dispenses visant les sociétés fermées[277], les émetteurs privés[278], les opérations de 150 000 $[279] et le capital de démarrage[280] ne sont plus offertes en Ontario.

La récente réforme du marché dispensé en Ontario s'inspirait fortement des recommandations du rapport du groupe de travail de la CVMO sur les petites et moyennes entreprises (*The Report of the OSC Task Force on Small and Medium Sized Businesses*)[281]. La Colombie-Britannique et l'Alberta ont également entrepris récemment une réforme du marché dispensé (voir la note en bas de page n° 275). En juin 2002, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique a publié un document intitulé « New Proposals For Securities Regulation – A New Way to Regulate » en vue de recueillir des observations. Le document propose entre autres un

---

276 Voir les lettres d'observations de l'Association des banquiers canadiens, de la Banque royale du Canada, de la Bourse de croissance TSX, de l'ACCOVAM et de la Bourse de Toronto.

277 La Loi, paragraphe 35(2)10 et alinéa 73(1).

278 Règle 45-501 de la CVMO, article 2.17.

279 La Loi, alinéa 35(1)5 et division 72(1)(d).

280 La Loi, alinéa 35(1)21 et division 72(1)(p).

281 (1996), 19 OSCB 5757.

concept nommé « Système d'accès au marché continu » (AMC), qui reprend les propositions des ACVM concernant le système de divulgation intégré dont nous avons traité au chapitre 11. En vertu de l'AMC, les prospectus seraient remplacés par un système d'information continue « perpétuel ». Les dispenses relatives aux prospectus et les restrictions concernant la revente seraient donc éliminées pour les émetteurs soumis à l'AMC.

Nous croyons que la simplification du régime du marché dispensé et son harmonisation à l'échelle du Canada représentent une première étape importante, même s'il ne s'agit que d'une étape intermédiaire, vers une refonte plus profonde du régime. Nous ne proposons pas d'éliminer entièrement le concept de système fermé, mais nous nous demandons par contre si certains de ses aspects (notamment les périodes de détention et d'acclimatation pourraient être considérablement rationalisés, voire éliminés dans certains cas.

B) REMISE EN QUESTION DE L'UTILITÉ DES PÉRIODES DE DÉTENTION

Dans la section précédente, nous avons décrit les réformes récentes qui visaient à harmoniser et à réduire la durée des périodes de détention pour les opérations dispensées des exigences relatives aux prospectus. Dans la présente section, nous nous demandons si la réforme devrait aller plus loin : les périodes de détention sont-elles encore nécessaires? Lorsqu'il s'est penché sur cette question cruciale, le Comité a discuté des différents principes qui justifient les périodes de détention.

Nous avons dégagé trois principes qui sous-tendent les périodes de détention :

1. Les périodes de détention empêchent ce que l'on nomme les « prises fermes indirectes » – l'utilisation d'une dispense de placement privé pour faire un appel public à l'épargne sans préparer de prospectus[282]. Les périodes de détention empêchent un émetteur de placer des valeurs mobilières sans faire un appel public à l'épargne, dans le but de les revendre immédiatement au public tout en échappant aux normes de divulgation relatives au prospectus et aux droits et obligations qui en découlent.

2. Les périodes de détention protègent les investisseurs en faisant en sorte que l'information concernant l'émetteur soit accessible et diffusée sur le marché par l'entremise des documents d'information continue déposés par l'émetteur avant de permettre la revente de valeurs mobilières sujettes à restriction.

3. Elles encouragent les émetteurs à faire un appel public à l'épargne en réduisant le prix que l'investisseur privé paiera pour les valeurs étant donné qu'elles ne peuvent pas être négociées librement. En théorie, les financements publics offrent également la plus

---

[282] Voir le rapport de fusion précité à la note 9.

grande protection au public investisseur puisqu'un prospectus est déposé, avec la responsabilité et l'obligation de diligence raisonnable qu'il entraîne.

Dans le cas de la prise ferme indirecte, cette question pourrait être résolue d'une manière plus ciblée. Si les investisseurs privés achètent des valeurs mobilières en vue de les placer, cela pourrait les assujettir à la définition de « souscripteur à forfait » en vertu de la Loi et, par conséquent, aux exigences connexes. La définition de placement pourrait être resserrée pour englober seulement les opérations dispensées qui constituent des « prises fermes indirectes » et les soumettre à une période de détention appropriée.

Le deuxième principe relatif au bien-fondé des périodes de détention ci-dessus n'est pas particulièrement valable de nos jours. L'écart dans la qualité de l'information entre le prospectus et le document d'information continue qui existait au moment de l'introduction du système fermé s'est rétréci considérablement à la suite des réformes réglementaires survenues dans l'intervalle. De plus, même si ce principe pourrait être invoqué pour justifier les périodes d'acclimatation, cela n'explique pas vraiment pourquoi les périodes de détention s'appliquent même lorsqu'un émetteur est un émetteur assujetti depuis une longue période.

Enfin, il ne semble pas y avoir de raison impérieuse de conserver les périodes de détention dans le but de décourager les émetteurs d'effectuer des placements dispensés au lieu des placements nécessitant un prospectus. À notre avis, la solution est de mettre en œuvre d'autres réformes telles que la responsabilité civile relative à l'information continue, l'amélioration des normes en matière d'information continue et l'adoption d'un système de divulgation plus intégré afin de réduire, sinon d'éliminer, les occasions d'arbitrage réglementaire entre les moyens privés et publics de financement.

Les ACVM ont récemment accompli des progrès importants en vue de réduire et de simplifier les périodes de détention, qui correspondent maintenant à quatre mois pour les émetteurs admissibles et à douze mois pour les émetteurs non admissibles. Cependant, comme il est illustré ci-dessus, les arguments en faveur des périodes de détention ne sont plus aussi convaincants de nos jours. Une fois que les autres réformes que nous envisageons seront en place, il sera peut-être temps de passer à la prochaine étape logique et d'éliminer complètement les périodes de détention pour les émetteurs assujettis, sauf dans les cas où la prise ferme indirecte demeure un problème[283].

---

283 La plupart des intervenants se sont dit d'accord avec nous sur ce point. Voir les lettres d'observations de la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, de Torys s.r.l. et du Régime de retraite des enseignantes et enseignants de l'Ontario. Deux intervenants trouvaient qu'il était trop tôt pour envisager d'éliminer les périodes de détention pour les émetteurs assujettis. Voir les lettres d'observations de la Bourse de Toronto et de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l.

Recommandation :

Une fois la mise en œuvre d'autres réformes effectuée, comme la responsabilité civile relative à l'information continue, la mise en place de normes améliorées régissant l'information continue pour tous les émetteurs assujettis et un système de divulgation de l'information plus intégré dans son ensemble, nous considérons que les périodes de détention appliquées aux valeurs mobilières des émetteurs assujettis pourraient être éliminées sans diminuer la protection des investisseurs, tout en contribuant de façon significative à l'amélioration de l'efficience des marchés financiers.

C) UTILITÉ CONSTANTE DES PÉRIODES D'ACCLIMATATION

Les périodes d'acclimatation garantissent que l'information du prospectus est accessible au public pendant une période de temps minimale avant que les valeurs mobilières acquises par un émetteur assujetti en vertu d'une dispense relative aux prospectus puissent être négociées à l'extérieur du système fermé.

Pour que l'on puisse parler de période d'acclimatation, l'émetteur doit être un émetteur assujetti et il doit être un émetteur assujetti pendant une période de temps minimale avant que ses valeurs mobilières puissent être négociées à l'extérieur du système fermé.

En commentant notre Liste des questions de fond, l'un des intervenants nous a fait part des observations suivantes concernant les périodes d'acclimatation :

> La norme selon laquelle un émetteur doit être un émetteur assujetti garantit que l'émetteur est soumis aux exigences en matière d'information continue afin qu'un acquéreur dans le marché secondaire bénéficie du processus d'information continue. La nécessité d'une « période d'acclimatation » de 12 mois est moins évidente[284].

Nous partageons cet avis. La raison d'être habituelle justifiant la « période d'acclimatation » pour l'émetteur assujetti est que l'information concernant le nouvel émetteur assujetti a le temps d'être diffusée et absorbée par le marché. Cela donne aussi le temps d'améliorer la qualité de l'information de l'émetteur avant que les opérations sur les valeurs dispensées dans le marché secondaire soient autorisées. En ce qui concerne le premier argument ci-dessus, nous notons que le Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR) ainsi que d'autres progrès technologiques ont amélioré et accéléré l'accès à l'information. La diffusion et l'accessibilité de l'information sur les sociétés se sont améliorées de façon spectaculaire depuis l'époque des périodes d'acclimatation. Dans la mesure où la qualité de l'information est la question fondamentale, il n'est pas certain que l'information s'améliore nécessairement au fil du temps. Par ailleurs, la période d'acclimatation n'est pas nécessaire en règle générale pour protéger les investisseurs du marché secondaire. Par exemple, les valeurs acquises dans le cadre

---

[284] Lettre d'observations de Torys s.r.l. relativement à la Liste des questions de fond, qui notait : « Les périodes de détention particulières ont été créées initialement afin de préciser à quel moment les valeurs pouvaient être revendues, mais, d'après l'expérience, cet objectif a été dépassé par la complexité des opérations et l'absence d'un but précis. »

d'un placement initial de titres par voie de prospectus peuvent être négociées immédiatement. Nous croyons que si la qualité de l'information est réellement la principale préoccupation, on devrait plutôt aborder directement cette question.

Recommandation :

Nous pensons qu'il serait aussi utile d'envisager l'élimination des périodes d'acclimatation dans le cas des émetteurs assujettis si les réformes proposées dans le présent rapport sont adoptées.

D) ÉMETTEURS NON ASSUJETTIS

Comme nous l'avons constaté à la lumière de la discussion ci-dessus, les arguments qui nous incitent à réévaluer l'utilité des périodes de détention et des périodes d'acclimatation dans le cas des émetteurs assujettis ne s'appliquent pas aux émetteurs non assujettis. En effet, les sociétés qui ne sont pas tenues de fournir régulièrement au marché de l'information continue (et qui ne s'y sont pas engagées) n'ont pas satisfait à la condition préalable pour que leurs valeurs mobilières soient négociées librement sur le marché secondaire.

Recommandation :

Les périodes de détention et d'acclimatation devraient continuer de s'appliquer aux émetteurs non assujettis.

E) OPÉRATIONS STRUCTURÉES DE FAÇON À ÉVITER LES PÉRIODES DE DÉTENTION POUR LES BLOCS DE CONTRÔLE

Certains intervenants qui se sont prononcés sur notre Liste des questions de fond mettaient en doute la pratique selon laquelle les porteurs de blocs de contrôle ou d'autres initiés semblent détenir des positions importantes dans des sociétés qu'ils ont fondées ou qu'ils dirigent, alors qu'ils se sont départis de leurs intérêts économiques au moyen de prêts ou d'instruments dérivés (« structures de monétisation ») qui échappent à l'exigence relative à la déclaration d'initié[285]. Certaines de ces opérations peuvent être assujetties à ces exigences prévues par la Loi, mais elles ne sont pas toutes assujetties aux exigences de toutes les provinces relativement à la déclaration

---

285 Voir les lettres d'observations du Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario et de la Bourse de croissance TSX relativement à la Liste des questions de fond.

d'initié, selon leur structure[286]. Nous croyons qu'elles devraient l'être et nous nous penchons, au chapitre 24, sur la nécessité d'appliquer l'exigence relative à la déclaration d'initié pour ces arrangements.

Nous avons également noté que ces structures de monétisation permettent aux porteurs de blocs de contrôle de monnayer leurs avoirs à des prix beaucoup plus élevés que ceux des valeurs mobilières placées par voie privée[287] tout en se soustrayant aux périodes de détention applicables. Il devrait être interdit aux porteurs de blocs de contrôle de structurer les opérations en vue d'éviter les restrictions relatives à la revente. Dans la mesure où les périodes de détention s'appliquent aux valeurs mobilières détenues par des porteurs de blocs de contrôle, la Commission devrait examiner le comportement de ceux qui, directement ou indirectement, ne respectent pas ces exigences.

Recommandation :

Nous recommandons à la Commission d'examiner la pratique grâce à laquelle les porteurs de blocs de contrôle réduisent les périodes de détention applicables au moyen d'instruments dérivés et d'autres structures de monétisation.

12.4 Quelles seront les prochaines étapes ?

Même si nous croyons que des « financements dispensés » pourraient toujours être justifiés, les restrictions imposées sur ces financements doivent être réexaminées dans le contexte de l'évolution de l'ensemble du régime réglementaire, grâce à :

a) des normes améliorées en matière d'information continue à l'échelle du Canada;
b) des programmes actifs d'examen de l'information continue institués par la Commission et par d'autres organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada;
c) l'établissement de la responsabilité civile devant la loi en matière d'information continue;
d) l'application rigoureuse des normes en matière d'information continue partout au Canada;

---

286 Le paragraphe 76(1) de la Loi interdit à toute personne ou compagnie ayant des rapports particuliers avec un émetteur assujetti d'acheter ou de vendre des valeurs mobilières de cet émetteur lorsqu'elle est en possession de renseignements importants non divulgués au sujet de cet émetteur (interdiction visant les opérations d'initié). Le paragraphe 76(6) stipule que le terme « valeurs mobilières », utilisé dans le contexte de l'interdiction visant les opérations d'initié, comprend les options de vente, les options d'achat et les valeurs mobilières dont le cours varie de façon appréciable en fonction des valeurs mobilières de l'émetteur. Cette définition élargie de valeurs mobilières peut englober de nombreuses structure de monétisation, de façon qu'elles ne puissent faire l'objet d'un contrat passé avec un initié qui est en possession de renseignements importants n'ayant pas été divulgués. En revanche, les exigences de la Loi relativement à la déclaration d'initié (article 107) obligent les initiés à déclarer les opérations sur les « valeurs mobilières » de l'émetteur, mais la définition de valeur mobilière n'est pas élargie de manière à inclure les options de vente, les options d'achat ou les valeurs mobilières dont le cours varie de façon appréciable en fonction du cours des valeurs mobilières de l'émetteur.

287 Voir la lettre d'observations de l'ACCOVAM relativement à la Liste des questions de fond.

e) des exigences appropriées relatives au nantissement de titres applicables aux valeurs mobilières détenues par la direction et les initiés de sociétés qui font un appel public à l'épargne;

f) l'adoption d'un système de divulgation de l'information plus intégré au Canada.

Les dispenses relatives à certains financements devraient être maintenues et harmonisées à l'échelle du pays. Les valeurs mobilières acquises en vertu de ces dispenses ne devraient pas être négociées librement avant que l'émetteur devienne un émetteur assujetti. Nous nous demandons si les périodes de détention et les périodes d'acclimatation sont toujours justifiées pour les émetteurs assujettis. Étant donné la complexité de notre système actuel, il est permis de douter du niveau de conformité avec la multitude de règles qui s'appliquent à la revente des valeurs mobilières soumises à des périodes de détention et d'acclimatation. Nous ne croyons pas que les avantages compensent les inefficiences et le coût d'observation associés au régime actuel et nous exhortons la Commission à entreprendre un examen ciblé de la question en vue de l'adoption de réformes significatives.

CHAPITRE 13
LES NORMES DE DIVULGATION

13.1 Fait important, changement important et information importante

A) FAIT IMPORTANT ET CHANGEMENT IMPORTANT DANS LE CONTEXTE DE L'INFORMATION CONTINUE

Il existe énormément de confusion en ce qui concerne la différence entre un « fait important » et un « changement important », et le but dans lequel chacun de ces termes est utilisé dans la Loi. Cette distinction est peut-être mieux comprise dans le contexte de l'évolution du document d'information d'un émetteur.

Comme nous l'avons mentionné auparavant, le prospectus est le document d'information de base de l'émetteur. Le prospectus provisoire et le prospectus définitif doivent tous deux contenir un exposé complet, véridique et clair de tous les *faits importants* concernant les valeurs mobilières qui ont été émises ou dont le placement est projeté. Un « fait important » est défini comme suit :

> « Fait important », dans le contexte de valeurs mobilières qui ont été émises ou dont l'émission est projetée, s'entend d'un fait qui a un effet significatif sur le cours ou la valeur de ces valeurs mobilières, ou dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura cet effet[288].

Tout « fait » (qu'il concerne directement ou non l'émetteur) sera un « fait important » s'il a un effet appréciable (ou dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura cet effet) sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières qui sont émises.

Après le dépôt d'un prospectus provisoire, le document d'information de l'émetteur doit être mis à jour chaque fois qu'il y a des *changements importants*. Un « changement important » est défini comme suit :

> « Changement important », dans le contexte des affaires d'un émetteur, s'entend d'un changement dans ses activités commerciales, son exploitation ou son capital, s'il est raisonnable de s'attendre à ce que ce changement ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières de cet émetteur. La présente définition inclut la décision d'effectuer un tel changement, prise par le conseil d'administration de l'émetteur ou par la direction générale de l'émetteur, si celle-ci estime que cette décision sera probablement approuvée par le conseil d'administration[289].

---

288 Les Modifications de 2002 modifient la définition de « fait important » dans le but d'éliminer l'examen *ex post facto* des effets de la divulgation sur le cours du marché ou le prix d'une valeur mobilière. Cette modification n'est pas encore entrée en vigueur. La modification apportée à la définition découle de l'adoption de modifications relatives à la notion de responsabilité civile décrites à la section 12.6. Ce changement apporté à la définition est le premier recommandé par le comité Allen, qui croyait qu'il serait inapproprié d'exposer les émetteurs à la responsabilité civile dans le cas de décisions concernant l'importance relative des faits rendues après leur divulgation.

289 La Loi, paragraphe 1.1(1).

Le concept du « changement important » détermine l'information communiquée par l'émetteur de trois façons. D'abord, si un changement important *négatif* survient après le dépôt d'un prospectus provisoire, l'émetteur doit déposer un prospectus provisoire modifié. Les autres changements importants seraient présumément positifs et les acquéreurs éventuels ne subiraient pas de préjudice en attendant « l'exposé complet, véridique et clair de tous les faits importants » dans le prospectus définitif, qui comprendrait tous les changements importants survenus depuis le dépôt du prospectus provisoire. Ensuite, une fois le prospectus définitif déposé, jusqu'à ce qu'il ne reste plus de titres à offrir, l'émetteur doit déposer un prospectus modifié si un changement important survient. Enfin, les exigences en matière d'information continue de la Loi obligent l'émetteur à publier un communiqué de presse et à déposer une déclaration de changement important, le cas échéant.

Quelle est la différence entre un changement important et un fait important ? D'abord, il doit y avoir un « changement » (contrairement à l'existence d'un « fait »). Deuxièmement, le « changement » doit toucher les activités commerciales, l'exploitation ou le capital de l'émetteur (un « fait » important peut n'avoir aucun rapport avec les activités commerciales, l'exploitation ou le capital d'un émetteur, du moment qu'il ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières qui sont émises)[290]. Les émetteurs ne sont pas tenus d'analyser continuellement les effets des événements extérieurs politiques, économiques et sociaux sur leurs affaires, à moins que l'événement extérieur n'entraîne un changement dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital de l'émetteur, auquel cas le changement doit être rapidement divulgué[291]. Cependant, les émetteurs assujettis discuteraient des événements extérieurs et de leurs conséquences sur leur société dans leur rapport de gestion provisoire et annuel. Enfin, le critère déterminant d'un « changement important » est prospectif – le changement dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital de l'émetteur doit être un changement *à déclarer, s'il est raisonnable de s'attendre à ce que ce changement* ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières de l'émetteur[292].

B) INFORMATION IMPORTANTE – OBLIGATIONS DE DIVULGATION ADDITIONNELLES

Même si la Loi oblige à informer le public des changements importants seulement, la Bourse de Toronto et la Commission ont commencé à imposer aux émetteurs une norme de divulgation améliorée au milieu des années 1980. À ce moment, la Bourse de Toronto a adopté une exigence qui obligeait les sociétés inscrites à divulguer toute « information importante » (un concept qui incorpore les changements importants, les faits importants et d'autres renseignements). En 1987,

---

290 Par exemple, le fait qu'un émetteur ait retenu les services de conseillers financiers relativement à une restructuration du capital peut être important. Cependant, avant que l'émetteur prenne la décision d'aller de l'avant, aucun changement important ne s'est produit.

291 Allocution de l'ancien président, Peter Dey (1983), 6 OSCB 2368.

292 Il est à noter, cependant, que les Modifications de 2002, une fois entrées en vigueur, modifieront la définition de « fait important » dans le but d'éliminer l'examen *rétrospectif* des effets de la divulgation sur le cours du marché ou le prix d'une valeur mobilière.

les ACVM ont appuyé cette norme de divulgation améliorée en adoptant l'Instruction générale n° 40 « Divulgation opportune » (« NP 40 ») qui recommandait que les émetteurs communiquent toute « information importante », à savoir « l'information concernant les activités commerciales et les affaires d'un émetteur qui a un effet appréciable sur le cours ou la valeur de ces valeurs mobilières, ou dont il est raisonnable de s'attendre à ce qu'elle ait cet effet ».

Les ACVM ont annulé la NP 40 par suite de l'adoption de l'Instruction générale 51-201 (« NP 51-201 ») portant sur les normes de divulgation, étant donné qu'une bonne partie des directives contenues dans la NP 40 étaient incorporées dans l'Instruction générale 51-201. Les ACVM ont également décidé qu'elles ne pouvaient pas changer le critère qui déclenche les obligations d'information continue réglementaires par voie d'un énoncé de principe. Le Comité a alors tenté de déterminer si la portée de l'instruction de la Bourse de Toronto concernant la divulgation en temps opportun et de l'ancienne NP 40 devrait former la base d'une modification législative rendant obligatoire la divulgation de toute l'information importante sur une base continue[293].

C) NORMES DE DIVULGATION AUX ÉTATS-UNIS

Nous signalons que les émetteurs américains ne sont pas tenus expressément par la loi de divulguer en temps opportun les changements importants ou l'information importante[294]. Des exigences d'information périodique, telles que le formulaire 8-K, ont été utilisées pour compléter, au lieu de reproduire, les différentes règles régissant les marchés boursiers américains, qui exigent généralement la divulgation de toute l'information importante[295]. À cet égard, les lois de l'Ontario sur les valeurs mobilières imposent déjà une obligation de divulgation

---

293 En 1995, le Comité Allen s'est également penché sur la question de savoir si la norme de divulgation devrait être changée pour viser l' « information importante », soit la norme établie à l'époque par la NP 40. Dans son rapport provisoire, il a conclu que la distinction entre « faits importants », « information importante » et « changements importants » créait une certaine confusion pour les participants au marché et avait contribué à un « manque de clarté dans les règles ». (Voir *Interim Report of The Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Disclosure, Toward Improved Disclosure* (1996), 19 OSCB, page 83.) À cet égard, le Comité Allen a conclu que la NP 40 et la Bourse de Toronto « avaient vu juste ». Le Comité Allen, cependant, s'est heurté à une forte résistance en ce qui a trait à cette proposition et n'a pas présenté cette recommandation dans son rapport final.

294 Contrairement aux lois de l'Ontario, les lois fédérales américaines sur les valeurs mobilières n'imposent pas d'obligation générale de divulguer les changements importants au moment où ils surviennent, sauf si : i) cela est nécessaire pour rectifier une fausse déclaration précédente qui est devenue une déclaration inexacte de faits importants et à laquelle le marché se fie (c.-à-d. « *obligation de rectifier* »); ii) cela est nécessaire pour mettre à jour des états prospectifs ou des prévisions auxquels le marché continue de se fier et qui étaient exacts lorsqu'ils ont été préparés, mais qui sont devenus faux quant au fond par la suite ou trompeurs dans le contexte d'événements subséquents (c.-à-d. « *obligation de mettre à jour* »); iii) l'émetteur est en train d'acheter ou de vendre ses propres valeurs mobilières ou souhaite faciliter de telles transactions par des initiés (c.-à-d. « *obligation de divulguer ou de s'abstenir* ») (J. Robert Brown, *The Regulation of Corporate Disclosure*, 3e édit., New York, Aspen Law & Business, pages 3 à 5). Il est à noter, cependant, que l'obligation de mettre à jour les déclarations prospectives ou les projections constitue un élément très flou du droit fédéral des valeurs mobilières aux États-Unis, en raison d'un manque de cohérence considérable dans l'opinion des cours d'appel quant à l'existence d'une telle obligation.

295 En juin 2002, la SEC a proposé que plusieurs nouveaux éléments ou événements soient déclarés dans le formulaire 8-K dans le but d'améliorer la qualité, la quantité et la pertinence de l'information divulguée auprès du public au sujet des événements extraordinaires touchant les sociétés. En outre, la SEC a proposé que les rapports produits à l'aide du formulaire 8-K, également appelés rapports courants, soient déposés dans les deux jours ouvrables au lieu du délai actuel de cinq à quinze jours.

plus rigoureuse qu'aux États-Unis puisqu'elles obligent les émetteurs à communiquer immédiatement les « changements importants »[296].

D) LA NORME DE DIVULGATION EN ONTARIO DEVRAIT-ELLE ÊTRE MODIFIÉE ?

Nous avons reçu certaines observations concernant la question de savoir si les émetteurs assujettis devraient être tenus de divulguer sur une base continue « l'information importante » plutôt que les « changements importants ». La plupart s'opposaient à ce changement[297]. Certains ont fait remarquer que le cadre réglementaire actuel reconnaît implicitement qu'il peut être nécessaire, pour assurer le fonctionnement adéquat des marchés, de ne pas exiger la divulgation totale de l'information (dans le contexte, par exemple, de négociations en cours). Les commentaires contenaient une mise en garde contre un changement qui perturberait l'application de cette importante considération de principe. Par exemple, l'ACCOVAM notait :

> La norme juridique appropriée relative aux changements et faits importants dans le but de déclencher une exigence d'information continue doit réaliser un équilibre raisonnable entre le besoin du marché d'être informé en temps opportun au sujet des événements importants concernant un émetteur et le besoin de l'émetteur d'être informé clairement des circonstances dans lesquelles cette information doit être communiquée aux termes de la loi, particulièrement à la lumière de l'immédiateté de l'obligation. Il est également essentiel de reconnaître que dans certaines circonstances, un émetteur (et ses actionnaires existants) a des raisons valables de ne pas divulguer des événements importants. Pour ces raisons, l'ACCOVAM croit que la divulgation en temps opportun devrait être fondée sur les « changements importants » plutôt que sur les « faits importants », puisque, dans le dernier cas, l'émetteur aura généralement besoin de plus de temps pour réfléchir soigneusement à l'effet potentiel sur le cours ou sur la valeur des valeurs mobilières de l'événement qui n'est pas, à ce stade, un changement dans les activités de l'émetteur. La divulgation prématurée d'un projet de financement ou d'acquisition qui pourrait être considéré comme un « fait important » n'est pas avantageuse pour les marchés secondaires et peut avoir des effets défavorables importants sur le prix de ces transactions. Pour cette raison, l'ACCOVAM préfère la norme actuelle du « changement important » à la norme plus étendue des « événements importants ».

La proposition d'utiliser l'« information importante » au lieu d'un « changement important » pour déclencher l'obligation de divulgation en temps opportun offre un certain avantage. Premièrement, en exigeant la divulgation immédiate de « l'information importante », une plus grande quantité d'information serait accessible au marché, ce qui permettrait aux investisseurs de prendre des décisions de placement mieux éclairées. Deuxièmement, le fait d'éliminer la distinction entre un « fait », un « changement » et l'« information » permettrait de clarifier cette exigence qui prête à confusion. Troisièmement, le fait de rendre obligatoire la divulgation

---

296 En vertu de la *Loi Sarbanes-Oxley de 2002*, les sociétés assujetties sont tenues de divulguer « de façon rapide et courante » et en langage clair les renseignements dont la SEC pourrait avoir besoin relativement à des changements importants touchant leur situation financière et leurs activités, notamment « les tendances, l'information qualitative et les graphiques statistiques ».

297 Voir les lettres d'observations de l'Association des banquiers canadiens, de la Banque Royale du Canada, des Certified General Accountants of Ontario, du sous-comité des valeurs mobilières du Barreau du Haut-Canada, de Davies Ward Phillips & Vineberg s.r.l. et de Torys s.r.l. Voir également les lettres d'observations relatives à la Liste des questions de fond de Torys s.r.l., de l'ACCOVAM, de Simon Romano, de la Bourse de croissance TSX et de Peter McCarter de Aur Resources Inc., qui s'opposaient à ce changement.

d'information importante en vertu de la Loi réduirait la dépendance à l'égard des exigences s'appliquant aux bourses qui, en pratique, se sont avérées difficile à faire respecter[298]. Plus précisément, en cas de manquement aux règles, une Bourse peut suspendre les opérations sur les titres d'une société ou la radier de la cote de façon permanente. À part ces sanctions relativement draconiennes et peu probables, toutefois, les Bourses ne disposent pas de mécanismes appropriés pour pénaliser ceux qui omettent de divulguer « l'information importante ». De plus, la radiation de la cote est souvent considérée comme un recours inadéquat parce qu'elle pénalise les porteurs des titres de l'émetteur en leur refusant la liquidité d'un marché organisé au lieu de pénaliser ceux qui sont directement responsables de l'infraction. Nous avons tenté de résoudre cette question dans nos recommandations qui portent sur l'application de la Loi. Notre recommandation d'étendre les mécanismes d'application de la Loi en habilitant la Commission à émettre une ordonnance d'observation des règles des Bourses (au lieu d'imposer par voie législative une nouvelle exigence de divulgation) aidera la Commission à prendre les mesures nécessaires à l'endroit des sociétés qui enfreignent les règles des Bourses. Simultanément, nous demandons instamment aux bourses de faire preuve d'une vigilance accrue dans le contrôle de la conformité de leurs sociétés inscrites avec les exigences de divulgation opportune et dans l'application des mesures d'observation.

Quatre raisons nous empêchent de recommander l'adoption de l'« information importante » comme norme. Premièrement, nous croyons que lorsque les modifications relatives à la notion de responsabilité civile entreront en vigueur, elles inciteront fortement les émetteurs à adopter un point de vue fondé davantage sur les principes et moins technique à l'égard des développements ou des questions qui doivent être divulgués comme étant des « changements importants », ce qui devrait contribuer à mettre en place un régime plus rigoureux de divulgation en temps opportun.

Deuxièmement, comme l'a mentionné l'un des intervenants dans les observations soumises au Comité, la « question de savoir quand communiquer l'information devient beaucoup plus complexe et difficile pour les émetteurs lorsque de l'information ou des faits importants doivent être divulgués, tels que des négociations en vue d'une fusion, des problèmes financiers, etc., surtout lorsque cette information peut être examinée avec le recul – et le sera probablement – et particulièrement si le régime statutaire de responsabilité civile est institué »[299]. La déclaration dissidente de Philip Anisman dans le Rapport Allen laisse également entendre le fait suivant :

> Les lois canadiennes sur les valeurs mobilières reconnaissent donc que l'importance relative des intentions et des plans d'affaires des sociétés évolue avec leur progrès et leur mise en œuvre. Les lois exigent la divulgation en temps opportun seulement lorsque ces plans ont évolué au point d'être suffisamment solides pour être considérés comme un changement dans les activités

---

298 La Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX ont adopté chacune des politiques qui ont, en effet, élargi les obligations de divulgation des sociétés inscrites. Elles exigent que les sociétés inscrites divulguent en temps opportun toute l'information importante. Voir le document *Policy Statement on Timely Disclosure and Related Guidelines* de la Bourse de Toronto et l'instruction 3.3 de la Bourse de croissance TSX intitulée *Timely Disclosure*.

299 Voir la lettre d'observations de Peter McCarter relativement à la Liste des questions de fond.

> commerciales, l'exploitation ou les affaires de l'émetteur, tout en reconnaissant qu'ils pourraient, s'ils étaient connus du public, avoir un effet appréciable sur le cours des actions à une étape antérieure et en interdisant à ceux qui sont au courant de ces plans d'en profiter pour négocier les actions de l'émetteur avant que le changement survienne ou que le public soit informé.

Troisièmement, la divulgation de toute l'information importante imposerait un fardeau considérable aux émetteurs en les obligeant à surveiller continuellement les événements extérieurs dans le but d'informer les investisseurs.

Enfin, si l'information continue qui est communiquée par les sociétés assujetties semble présenter des lacunes, la Commission est habilitée à établir les règles nécessaires pour promulguer des obligations de divulgation semblables à celles qui sont prévues par le formulaire 8-K de la SEC décrit ci-dessus, et elle devrait être encouragée à le faire, s'il y a lieu. Les rapports périodiques, comme le formulaire 8-K de la SEC, devraient à notre avis être utilisés pour améliorer le cadre existant de la divulgation en temps opportun. À cet égard, nous notons que l'un des intervenants s'est dit fortement en faveur de la mise en œuvre par la Commission d'une obligation plus contraignante de divulgation en temps opportun pour les émetteurs assujettis, qui serait semblable à celle du formulaire 8-K de la SEC[360]. Cet intervenant a exhorté la Commission à étudier les exigences contenues dans le formulaire 8-K de la SEC et, tout particulièrement, celle stipulant que les ententes relatives à l'information déclarée doivent être déposées en annexe du document public. Même s'il ne prônait pas de changement à la norme de divulgation en temps opportun d'« information importante », l'intervenant a également suggéré le réexamen de la définition actuelle de « changement matériel » et des exigences relatives aux rapports de changement important. Il a notamment livré les observations suivantes :

> En règle générale, les émetteurs fournissent peu ou pas de renseignements supplémentaires dans les rapports de changement important autres que ceux qui ont été divulgués dans le communiqué correspondant. Le rapport de changement important devrait être révisé afin de fournir des directives claires quant aux détails requis et à l'obligation d'annexer à titre de pièces à l'appui des ententes conclues relativement à l'événement signalé.
>
> La définition de « changement important » a été introduite dans la Loi en 1978 dans le cadre des réformes du système de divulgation intégré lancées en Ontario par le rapport de fusion de 1970. La norme en matière de divulgation en temps opportun n'a pas changé en Ontario depuis et l'on croit qu'elle est désuète et qu'elle ne sert plus efficacement les intérêts des investisseurs dans le contexte actuel… Même si un « changement » est reconnu, le type de « changements » nécessitant une divulgation en temps opportun est limité et ne s'applique que dans le cas de quelques catégories restreintes, notamment un changement touchant « les affaires, les activités ou le capital » de l'émetteur assujetti. Il existe d'autres catégories notables de questions ou de facteurs concernant un émetteur assujetti qui sont tout aussi importantes, sinon plus, pour les investisseurs.
>
> Il convient de signaler que la décision rendue dans l'affaire Pezim c. la Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers) aurait pu être bien différente, en tenant compte des mêmes faits, si elle avait été rendue en vertu de la définition de « changement important » contenue dans la Loi plutôt que de celle intégrée à la *Loi sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique*. Dans celle-ci, le terme « changement important » est défini comme un changement touchant « les

---

[360] Voir la lettre d'observations de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l.

affaires, les activités, les éléments d'actif ou la propriété de l'émetteur ». Comme l'indique M. le juge Iacobucci de la Cour suprême du Canada dans l'affaire Pezim ... :

> Par conséquent, je suis d'avis ... que les indications de la teneur constituaient un changement relatif aux éléments d'actif de la société et qu'elles étaient donc « importantes » pour les besoins de la Loi.

La question de savoir si l'information recueillie dans le cadre du programme de forage constituait un « changement » touchant « les affaires » ou « les activités » de la société en vertu de la Loi est matière à discussion. Par contre, cette question ne devrait jamais se poser lorsqu'il s'agit de déterminer si cette information doit être divulguée en vertu de la Loi, car, par sa nature et par principe, une telle découverte est clairement acceptée, pratiquement à l'unanimité, comme un renseignement important pour les investisseurs qui ont besoin d'être mis au courant dès que possible après la confirmation de l'événement.

Nous croyons que la démarche relative au formulaire 8-K de la SEC et les préoccupations exprimées par l'intervenant méritent une étude plus approfondie et nous demandons par conséquent à la Commission de prendre ces questions en considération.

Recommandations :

1. Nous recommandons que les dispositions de la Loi sur la divulgation en temps opportun de l'information ne soient pas modifiées pour exiger la divulgation de « l'information importante ».

2. Nous recommandons que le Commission étudie la possibilité de modifier la définition actuelle du terme « changement important » et les obligations relatives à la divulgation en temps opportun afin d'y inclure :

   - un plus large éventail d'événements qui doivent être divulgués;
   - des événements détaillés propres à chaque entreprise devant être divulgués en temps opportun, comme dans la méthode proposée à l'aide du formulaire 8-K de la SEC;
   - une disposition exigeant que les ententes relatives à l'information divulguée soient déposées à titre d'annexe au rapport public.

13.2 Quelle est la norme appropriée régissant les changements et les faits importants?

A) EFFET SUR LE MARCHÉ ET CRITÈRE DE L'INVESTISSEUR RAISONNABLE

En vertu de la Loi, « changement important » et « fait important » sont tous deux définis en faisant référence à un changement ou à un fait « dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura un

affaires, les activités, les éléments d'actif ou la propriété de l'émetteur ». Comme l'indique M. le juge Iacobucci de la Cour suprême du Canada dans l'affaire Pezim … :

> Par conséquent, je suis d'avis … que les indications de la teneur constituaient un changement relatif aux éléments d'actif de la société et qu'elles étaient donc « importantes » pour les besoins de la Loi.

La question de savoir si l'information recueillie dans le cadre du programme de forage constituait un « changement » touchant « les affaires » ou « les activités » de la société en vertu de la Loi est matière à discussion. Par contre, cette question ne devrait jamais se poser lorsqu'il s'agit de déterminer si cette information doit être divulguée en vertu de la Loi, car, par sa nature et par principe, une telle découverte est clairement acceptée, pratiquement à l'unanimité, comme un renseignement important pour les investisseurs qui ont besoin d'être mis au courant dès que possible après la confirmation de l'événement.

Nous croyons que la démarche relative au formulaire 8-K de la SEC et les préoccupations exprimées par l'intervenant méritent une étude plus approfondie et nous demandons par conséquent à la Commission de prendre ces questions en considération.

Recommandations :

1. Nous recommandons que les dispositions de la Loi sur la divulgation en temps opportun de l'information ne soient pas modifiées pour exiger la divulgation de « l'information importante ».

2. Nous recommandons que le Commission étudie la possibilité de modifier la définition actuelle du terme « changement important » et les obligations relatives à la divulgation en temps opportun afin d'y inclure :

   - un plus large éventail d'événements qui doivent être divulgués;
   - des événements détaillés propres à chaque entreprise devant être divulgués en temps opportun, comme dans la méthode proposée à l'aide du formulaire 8-K de la SEC;
   - une disposition exigeant que les ententes relatives à l'information divulguée soient déposées à titre d'annexe au rapport public.

13.2 Quelle est la norme appropriée régissant les changements et les faits importants?

A) EFFET SUR LE MARCHÉ ET CRITÈRE DE L'INVESTISSEUR RAISONNABLE

En vertu de la Loi, « changement important » et « fait important » sont tous deux définis en faisant référence à un changement ou à un fait « dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura un

effet appréciable sur le cours ou sur la valeur d'une valeur mobilière »[301]. Cette norme relative aux changements et faits importants basée sur « l'effet sur le marché » s'applique dans tous les territoires de compétence des ACVM à part le Québec[302]. À l'inverse, aux États-Unis, l'information est importante s'il est très probable qu'un investisseur raisonnable la considérerait comme importante pour l'aider à prendre une décision d'investissement. Pour satisfaire à la norme américaine relative aux changements et faits importants, il doit être très probable qu'un fait « aurait été considéré par l'investisseur raisonnable comme ayant modifié de façon importante la "combinaison totale" d'information mise à sa disposition »[303]. Ce critère de « l'investisseur raisonnable » n'est pas un critère juridique, mais découle de la jurisprudence.

En 1997, les ACVM ont envisagé de modifier les définitions de « fait important » et de « changement important » en remplaçant le critère canadien de « l'effet sur le marché » par le critère américain de « l'investisseur raisonnable »[304]. Les ACVM ont reçu plusieurs lettres d'observations, dont certaines étaient en faveur de la proposition. Certains commentateurs exprimaient des réserves, affirmant notamment que les définitions proposées soulèveraient trop de problèmes d'interprétation, qu'une seule norme relative aux changements et faits importants n'était pas valable et qu'un tel changement introduirait un niveau inacceptable de subjectivité et d'incertitude[305]. Les ACVM ont décidé éventuellement de ne pas aller de l'avant avec les changements proposés.

---

301 À titre d'information, il convient de noter que les termes « fait important » et « changement important » s'appliquent dans différents contextes en vertu de la Loi. Les termes « fait important », « changement important » et « fausse déclaration » (définie en soi par un renvoi à « fait important ») s'appliquent relativement à ce qui suit : i) les exigences d'information et les recours, y compris les normes de divulgation requises dans les documents tels que les prospectus, les notices d'offre, les circulaires d'appels d'offres, les circulaires de procuration et les déclarations de changement important, et les recours et les sanctions qui s'appliquent en cas d'inobservation des normes de divulgation prescrites; ii) les interdictions d'opérations d'initiés, en ce qui concerne la norme relative aux changements importants et aux recours et sanctions possibles en cas d'infractions.

302 Au Québec, les interdictions visant les opérations d'initié et les opérations circulaires se rapportent à l'« information privilégiée », qui repose sur une norme relative à l'importance pour les investisseurs raisonnables. Par contre, pour les besoins de la divulgation par prospectus et en temps opportun, la loi québécoise emploie le critère de l'effet sur le marché. Plus précisément, l'article 13 de la loi du Québec stipule que le prospectus doit révéler tous les faits importants susceptibles d'affecter la valeur ou le cours des titres qui font l'objet du placement. Parallèlement, la loi du Québec stipule que « dès que survient un changement important susceptible d'exercer une influence appréciable sur la valeur ou le cours de ses titres et encore inconnu du public, l'émetteur assujetti établit et diffuse un communiqué de presse en exposant la substance ».

303 *TSC Industries, Inc. v. Northway Inc.*, [1976] 426 U.S. 428, 449.

304 En novembre 1997, certains membres des ACVM ont publié, en vue d'obtenir des commentaires, les nouvelles définitions proposées de « fait important » et de « changement important » qui auraient introduit à toutes fins utiles une seule norme relative aux changements et faits importants en vertu des lois sur les valeurs mobilières d'après le critère américain de l'investisseur raisonnable (la « Demande de commentaires »). Les nouvelles définitions proposées ont été publiées de nouveau en mai 1998 dans le cadre des modifications proposées aux lois sur les valeurs mobilières qui créeraient un régime statutaire de responsabilité civile concernant l'information continue. Voir l'Avis des ACVM 53-302, Rapport des ACVM portant sur une proposition relative au recours en justice pour responsabilité civile dont les investisseurs du marché secondaire pourraient se prévaloir et sur la réaction aux modifications de la définition de « fait important » et de « changement important » (2000), 23 OSCB 7383.

305 *Ibid.*

Les commentaires que nous avons reçus à ce sujet témoignent de la divergence d'opinions qui persiste. Les arguments qui soutiennent le maintien du statu quo et ceux qui appuient le changement de la norme relative aux changements et faits importants sont tout aussi valables. Ceux qui sont en faveur du maintien du statu quo affirment que le critère actuel de « l'effet sur le marché » fonctionne raisonnablement bien actuellement et représente un critère plus objectif que celui de l'investisseur raisonnable. D'autres font remarquer que, étant donné que les tribunaux américains ont tendance à tenir compte de l'effet sur le marché lorsqu'ils appliquent le critère de l'investisseur raisonnable, un changement dans la définition aux fins de l'application des lois canadiennes ne produirait pas des résultats vraiment différents. D'autres encore prétendent que ceci obligerait les participants au marché à adopter une norme de divulgation différente, tout en devenant simultanément assujettis, pour la première fois, à un régime qui impose la responsabilité civile pour l'inobservation d'une telle norme. Par conséquent, ils soutiennent que la mise en œuvre d'une modification quelconque de la norme relative aux changements et faits importants devrait être retardée jusqu'à ce que les marchés boursiers canadiens aient eu le temps de s'adapter au nouveau régime de responsabilité civile.

Ceux qui désirent voir le mécanisme de déclenchement de la norme relative aux changements et faits importants changer afin de se conformer au critère américain de l'investisseur raisonnable soutiennent que la norme de l'exposé « complet, véridique et clair » qui s'applique aux prospectus correspond en fait à la norme de l'investisseur raisonnable et que « si nous souhaitons promouvoir des marchés financiers crédibles, la même norme devrait s'appliquer au déclenchement de l'exigence d'information continue et à son contenu »[306]. Nous notons par ailleurs que cette norme a déjà été intégrée à la *Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario* dans le cadre d'instruments réglementaires particuliers[307]. D'autres affirment que le fait d'harmoniser la *Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario* (et éventuellement les lois canadiennes) avec la loi américaine éliminera certaines des difficultés auxquelles sont présentement confrontés les émetteurs qui s'acquittent de leurs obligations d'information, particulièrement ceux dont les valeurs mobilières sont négociées à la fois au Canada et aux États-Unis[308]. En outre, certains observateurs ont souligné que le critère de l'effet sur le marché pouvait permettre aux investisseurs d'adopter une démarche trop semblable à une formule toute faite pour déterminer ce qui est important[309]. Par conséquent, en pratique, on a souvent recours au critère de l'investisseur raisonnable pour conseiller les émetteurs qui se demandent s'ils ont ou non

---

306 Tory Tory DesLauriers & Binnington, *Canadian Securities Regulators Propose to Adopt Tougher U.S. Standards on Public Issuer Disclosure* (6 décembre 1997).

307 Voir, par exemple, l'Instruction 3 du formulaire 41-501F1 portant sur l'information requise dans un prospectus.

308 Voir, par exemple, la lettre d'observations de Philip Anisman, représentant la Bourse de Toronto, aux ACVM en date du 22 décembre 1997.

309 Voir la lettre d'observations de Davies Ward Phillips & Vineberg s.r.l.

l'obligation de divulguer un changement particulier comme s'il s'agissait d'un changement important[310].

Enfin, certains soutiennent qu'il n'y a pas vraiment de différence entre le critère canadien de « l'effet sur le marché » et le critère américain de « l'investisseur raisonnable » puisqu'un « investisseur raisonnable » se préoccupera seulement de savoir si un fait ou un changement aura un effet sur le cours ou la valeur du titre. Cet argument peut être utilisé pour appuyer une modification du critère canadien puisqu'il n'apportera en fait aucun changement concret; il peut également être invoqué en faveur du maintien du statu quo puisqu'un changement dans ce cas ne produira aucune différence appréciable dans la norme de divulgation.

Le Comité a tenu de vastes discussions sur cette question. Nous admettons que des arguments convaincants ont été présentés à la fois pour maintenir le critère de l'effet sur le marché et pour lui substituer celui de l'investisseur raisonnable. Tout au long du présent rapport, nous avons insisté sur la nécessité d'harmoniser la réglementation, sauf dans les cas où des objectifs précis en matière d'intérêt public l'empêchent. Nous croyons que la norme appropriée serait d'obliger les émetteurs à tenir compte de ce qui serait important pour un investisseur et nous recommandons, par conséquent, de changer la définition afin qu'elle s'aligne sur le critère américain relatif à « l'investisseur raisonnable ».

Recommandation :

Nous recommandons que la norme relative aux changements et faits importants soit remplacée, dans le cadre de toutes les mesures législatives relatives aux valeurs mobilières, par une norme relative à un investisseur raisonnable qui serait harmonisée avec la norme d'importance employée aux États-Unis.

---

310 *Ibid.*

CHAPITRE 14
LA DIVULGATION SÉLECTIVE

14.1 Divulgation sélective

La divulgation sélective a attiré énormément d'attention au cours des dernières années. Le sujet de préoccupation fondamental s'articule autour du fait que de l'information importante inconnue du public est divulguée à une ou plusieurs personnes ou sociétés, mais pas au public investisseur en général. La discussion portait principalement sur la *Regulation FD* de la Commission des valeurs mobilières des États-Unis (SEC), qui est entrée en vigueur le 23 octobre 2000[311]. Aux termes de la *Regulation FD*, les sociétés assujetties sont tenues de communiquer l'information importante par des moyens de communication à grande diffusion qui n'excluent personne et elles ne doivent pas la divulguer uniquement aux analystes et autres professionnels du marché de façon sélective.

La divulgation sélective soulève un certain nombre de problèmes, dont le plus évident est l'injustice résultant du fait que certains investisseurs disposent d'information importante avant les autres et que ceci favorise les opérations d'initiés illégales. En adoptant la *Regulation FD*, la SEC a également exprimé les craintes suivantes :

> Si les [dirigeants de sociétés] sont autorisés à traiter l'information importante comme une marchandise qui peut être distribuée sélectivement, ils pourraient attendre avant d'informer le public en général afin de pouvoir communiquer l'information de manière sélective pour obtenir des faveurs ou accroître leur crédibilité auprès d'analystes ou d'investisseurs institutionnels particuliers. En outre, si la divulgation sélective n'était pas réprimée, le potentiel de conflits d'intérêts pour les analystes augmenterait considérablement. Des rapports indiquant que les analystes ont de plus en plus tendance à s'appuyer sur des recherches et des analyses moins indépendantes pour offrir leurs conseils, et qu'ils dépendent davantage de l'accès aux initiés dans les sociétés pour les guider et les « rassurer » à l'égard de leurs prévisions de résultats nous préoccupent grandement. Dans un tel contexte, les analystes risquent de se sentir contraints de produire des rapports favorables concernant des émetteurs particuliers s'ils veulent éviter de se voir refuser l'accès à l'information inconnue du public fournie par le biais des conférences téléphoniques avec les analystes ou d'autres méthodes de divulgation sélective. Ceci soulève également des inquiétudes quant aux pressions auxquelles peuvent être soumis les analystes pour nuancer leurs commentaires afin de maintenir leurs bonnes relations avec les dirigeants des sociétés [traduction].

Avant l'adoption de la *Regulation FD*, les lois américaines sur les valeurs mobilières n'interdisaient pas explicitement la divulgation sélective. Les tribunaux américains déduisaient plutôt cette interdiction de la règle anti-fraude d'application générale, la *Rule 10b-5*, dans la Loi de 1934. Cette façon de faire n'a pas permis de déterminer avec certitude quels modes de

---

311 Voir les communiqués n^{os} 33-7881, 34-43154, IC-24599, dossier n° S7-31-99 Selective Disclosure and Insider Trading.

communication sélective de l'information étaient interdits aux États-Unis[312]. La SEC a adopté la *Regulation FD* pour réglementer la communication d'information par les émetteurs, car ce sont eux qui décident du moment, de l'endroit et du destinataire de la communication de l'information importante qui les concerne.

Les lois canadiennes sur les valeurs mobilières, d'autre part, ont institué un régime précis et complet de règles relatives aux opérations d'initiés et à la communication d'information privilégiée qui interdit, entre autres, la communication sélective de l'information sauf dans le « cours normal des activités »[313]. Cependant, malgré l'interdiction légale claire concernant la communication sélective de l'information au Canada, les émetteurs canadiens n'ont pas toujours observé cette règle. En 1995, le Comité Allen a exprimé certaines inquiétudes au sujet des pratiques en matière de communication sélective de l'information au cours des réunions privées entre les émetteurs, les analystes et les investisseurs professionnels.

En 1999, la Commission a réalisé une étude sur les pratiques en matière de communication de l'information auprès de 400 sociétés ouvertes choisies au hasard. L'étude a conclu que, compte tenu de leur portée et de leur nature, les politiques et pratiques des émetteurs assujettis en matière de communication de l'information étaient alors insuffisantes pour réduire le risque de communication sélective de l'information en Ontario[314].

En novembre 2001, le Comité sur les normes s'appliquant aux analystes a publié son rapport final, intitulé *Setting Analysts Standards : Recommendations for the Supervision and Practice of Canadian Securities Industry Analysts.* Ce Comité a été formé vers la fin de 1992 par l'ACCOVAM, la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX « à la lumière des préoccupations concernant la surveillance des analystes de recherche, les normes d'exercice et le comportement des analystes face aux conflits d'intérêts potentiels[315] ». Le rapport final contient un certain nombre de recommandations visant à accroître l'indépendance de la recherche et à assurer le professionnalisme des analystes de l'industrie des valeurs mobilières, ainsi que des

---

312 Voir par exemple l'arrêt *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983) dans lequel la Cour suprême des États-Unis a statué qu'un analyste bénéficiant d'information privilégiée tomberait sous le coup de la responsabilité pour opérations d'initiés si la personne qui lui avait communiqué l'information avait manqué à son obligation fiduciaire envers les actionnaires en communiquant de l'information importante et inconnue du public et si l'analyste avait connaissance ou aurait dû avoir connaissance de ce manquement. Selon la Cour suprême, il y a manquement à une obligation fiduciaire lorsque « l'initié » profite directement ou indirectement de l'information et qu'il en résulte, par exemple, un gain pécuniaire ou une amélioration de sa réputation qui se traduira par un gain pécuniaire ultérieur.

313 En Ontario, voir le paragraphe 76(2) de la Loi.

314 Par exemple, 71 % des répondants n'avaient pas de politique écrite en matière de communication de l'information, 81 % des répondants ont déclaré qu'ils avaient des réunions privées avec des analystes, 98 % des répondants ont déclaré qu'ils faisaient communément des observations sur les projets de rapports des analystes et 27 % des répondants ont indiqué qu'ils exprimaient leur accord, à divers degrés, relativement aux prévisions des résultats. Voir l'avis 53-701 du personnel de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario *Staff Report on Corporate Disclosure Survey* (2000), 23 OSCB 5098.

315 Communiqué de presse de la Bourse de Toronto, « Analysts Standards Committee recommends Mandatory Disclosure », 12 avril 2001 (http://www.tse.com/news/news_rel/news_523.html).

recommandations portant sur les pratiques en matière de communication sélective de l'information. Le Comité a émis notamment les recommandations suivantes :

- Le Comité Saucier devrait tenir compte, dans le cadre de la responsabilité de régie du conseil d'administration d'une société, de la nécessité d'élaborer et d'examiner une politique en matière de communication qui stipule comment les dirigeants d'une société doivent se comporter avec les analystes et le public et comment la société peut éviter la divulgation sélective.
- Les sociétés ouvertes devraient inviter les médias et le public à assister aux réunions et aux conférences téléphoniques avec les analystes, afin d'éviter le risque de la divulgation sélective[316].

En juillet 2002, les ACVM ont adopté une déclaration de principes qui aborde les interdictions de la loi canadienne concernant la divulgation sélective et qui énonce la position des ACVM quant à l'interprétation de ces dispositions[317]. La déclaration de principes décrit également certaines des « meilleures pratiques de communication » que les sociétés peuvent adopter pour s'assurer d'observer les lois sur les valeurs mobilières.

Nous partageons les préoccupations exprimées par les comités et les organismes de réglementation susmentionnés. Même si la communication sélective de l'information par les émetteurs n'est pas un phénomène nouveau, l'effet de cette pratique est plus marqué dans les marchés volatils actuels qui sont sensibles aux bénéfices des sociétés. Cela est particulièrement inquiétant si on tient compte du fait que les progrès dans les communications et les technologies de l'information permettent maintenant aux sociétés de diffuser l'information importante plus facilement, plus rapidement et à plus grande échelle. Nous appuyons la position des ACVM. Comme nous l'avons indiqué précédemment dans notre rapport préliminaire, nous croyons toujours que l'orientation fournie par le biais de la déclaration de principes des ACVM et l'importance plus grande accordée à l'exécution des mesures législatives dans ce domaine[318] devraient être suffisantes pour changer les comportements des intervenants sur les marchés.

---

316 *Setting Analysts Standards : Recommendations for the Supervision and Practice of Canadian Securities Industry Analysts* (octobre 2001 – rapport final), pages 72 et 73 (http://tse.com/cgi-bin/uni_framset.cgi ?content=news/news_rel/news_523.html).

317 Voir l'Instruction générale canadienne 51-201 portant sur les normes de divulgation (2002), 25 OSCB 4492.

318 Voir *In the Matter of Gary George* (1999), 22 OSCB 7171, où la Commission a traité entre autres de la question de la communication sélective d'information de la part du pdg d'un émetteur à un analyste et de la communication subséquente de cette information par l'analyste à d'autres membres de sa société :

> Il semblerait que certains cadres considèrent qu'il est plus important de maintenir de bonnes relations avec les analystes que de s'assurer que les actionnaires reçoivent la même information importante. Le fait qu'on pensait que [l'analyste] s'apprêtait à produire un rapport destiné à [l'émetteur] qui surévaluerait ses actions ne justifierait aucunement que [le président] fournisse l'information à [l'analyste] plutôt qu'au public. Si l'information était assez importante pour inciter [l'analyste] à changer ses prévisions, elle aurait dû être communiquée au public. En règle générale, nous considérons que les discussions privées entre un dirigeant d'un émetteur assujetti et un analyste créent beaucoup de difficultés. (suite à la page suivante)

Tous les intervenants qui ont fait part de leurs observations sur ce point ont convenu qu'il existe au Canada différentes règles interdisant la divulgation sélective[319]. Cependant, plusieurs intervenants ont encouragé le Comité à étudier de plus près la possibilité de recommander la création d'une règle refuge de 24 heures s'appliquant aux divulgations sélectives non intentionnelles comme celle prévue par la *Regulation FD* de la SEC[320]. Un intervenant en particulier a fait la déclaration suivante :

> La loi provinciale ne prévoit aucune règle refuge dans le cas d'une divulgation sélective non intentionnelle. Cette absence de règle refuge pourrait jouer contre la diffusion rapide d'une divulgation sélective non intentionnelle, malgré la politique des ACVM qui laisse entendre qu'il s'agirait là d'un facteur atténuant dans une instance d'exécution. Rien ne justifie le traitement différent accordé aux divulgations sélectives non intentionnelles au Canada et aux États-Unis[321].

Le document de proposition de la *Regulation FD* donne à penser que la SEC a promulgué la règle refuge de 24 heures en tenant compte du fait qu'il arrive parfois aux directeurs des sociétés de commettre des erreurs sans avoir l'intention de divulguer de manière sélective de l'information importante non publique[322]. Dans le cas d'une erreur, de négligence et de l'absence d'intention, la SEC est d'avis que l'émetteur ne devrait pas être tenu responsable en vertu de la *Regulation FD* de n'avoir pas fait de divulgation publique simultanée. Par exemple, une divulgation ne serait pas « intentionnelle » au sens de la *Regulation FD* si elle avait été faite par

---

En août 2001, la Commission a approuvé une entente de règlement entre le personnel de la Commission et Air Canada concernant la communication présumée par Air Canada d'information concernant ses bénéfices à des analystes durant la « période de silence » que la société s'était elle-même imposée. Dans le *Excerpt from the Settlement Hearing Containing the Oral Reasons for Decision*, la Commission déclarait : « Les communications entre une société et des analystes ne sont pas assorties d'une exemption; ainsi, l'information qui est communiquée aux analystes, si elle est importante et aura un effet appréciable sur le cours des actions de l'émetteur, ou dont on peut s'attendre raisonnablement qu'elle aura cet effet, ne devrait pas être communiquée de manière sélective » ((2001), 24 OSCB 4899).

319 Voir les lettres d'observations de l'ACCOVAM, du Régime de retraite des enseignantes et enseignants de l'Ontario, de la Bourse de Toronto, de Torys s.r.l., de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l. et de Davies Ward Phillips & Vineberg s.r.l. Voir également les lettres d'observations relatives à la Liste des questions de fond de la part de Smith Lyons, de l'ACCOVAM et de l'Association des banquiers canadiens.

320 Voir les lettres d'observations de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l., de Davies Ward Phillips & Vineberg s.r.l. et de la BCSC.
En vertu de la *Regulation FD*, le moment auquel un émetteur est tenu de communiquer l'information au public varie selon que cet émetteur a effectué une divulgation sélective « intentionnelle » ou « non intentionnelle ». Dans le cas d'une divulgation sélective « intentionnelle », l'émetteur doit communiquer, de la manière exigée, les mêmes renseignements contenus dans la divulgation sélective « intentionnelle » et au même moment. En vertu de la définition du terme « intentionnelle » prévue par ce règlement, la personne qui effectue la divulgation doit savoir (ou serait imprudente de ne pas savoir) qu'elle communiquerait de l'information qui est à la fois importante et non publique. Par contre, lorsqu'un émetteur communique non intentionnellement de l'information importante et non publique qui est assujettie au règlement, il est tenu de faire une divulgation publique « dans les meilleurs délais ». À cette fin, « dans les meilleurs délais » signifie « dès la première occasion raisonnable », mais en aucun cas plus tard que les 24 prochaines heures ou le début du prochain jour de bourse de la NYSE, après qu'un cadre supérieur de l'émetteur a appris que de l'information a été divulguée intentionnellement ou non par l'émetteur ou une personne agissant en son nom et que le cadre supérieur sait (ou est imprudent de ne pas savoir) que cette information est importante et non publique.

321 Voir la lettre d'observations de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l.

322 Voir les documents de proposition n^{os} 33-7787 et 34-42259, IC-24209, et le dossier n° S7-31-99 portant sur la divulgation sélective et les opérations d'initiés.

inadvertance ou parce que la personne croyait, par erreur (mais pas par insouciance téméraire de la vérité), que l'information en question avait déjà été rendue publique ou qu'elle n'était pas importante.

Nous croyons que la règle refuge de 24 heures de la SEC vise à assurer un traitement juste aux sociétés et à leurs porte-parole dans leurs tentatives de se conformer à l'esprit de la réglementation. Tout particulièrement, la règle refuge de 24 heures assure les sociétés que les efforts déployés de bonne foi afin de se conformer aux dispositions sur la divulgation sélective, y compris les jugements difficiles portés à l'égard de « l'importance » qui s'avèrent erronés après coup, ne rendront pas une société ou ses cadres coupables d'une infraction à la *Regulation FD* pour ne pas avoir fait de divulgation publique simultanée. Nous sommes conscients que, dans leur déclaration de principes, les ACVM ont tenté de rassurer quelque peu les sociétés à cet égard. Nous croyons, cependant, qu'une déclaration de principes n'est pas suffisante en la matière car elle n'a pas force de loi. Par conséquent, nous sommes d'avis que les ACVM devraient adopter une règle refuge visant la divulgation sélective non intentionnelle semblable à celle qui est en vigueur aux États-Unis en vertu de la *Regulation FD*. À cet égard, nous sommes conscients que les ACVM devront peut-être modifier la règle refuge des États-Unis afin de l'adapter au cadre des interdictions relatives à la divulgation sélective qui existent déjà au Canada.

Recommandations :

1. Exception faite de ce qui est indiqué ci-dessous dans la recommandation 51, nous ne croyons pas que des modifications législatives soient nécessaires en Ontario pour régler la question de la divulgation sélective et nous sommes en faveur de la déclaration de principes des ACVM ainsi que de l'importance accrue accordée à l'application des mesures législatives dans ce domaine.

2. Nous recommandons que les ACVM adoptent une règle refuge de 24 heures visant les divulgations sélectives « non intentionnelles » semblable à celle qui est en vigueur aux États-Unis en vertu de la Regulation FD.

CHAPITRE 15
LES QUESTIONS LIÉES AUX ÉTATS FINANCIERS

15.1 Communication de l'information financière

Nous croyons qu'un certain nombre d'améliorations doivent être apportées aux exigences de la Loi concernant la communication de l'information financière. Ces améliorations sont décrites ci-dessous.

A) DÉLAIS RELATIFS AUX DÉPÔTS DES ÉTATS FINANCIERS

Les émetteurs assujettis doivent présenter des états financiers trimestriels à leurs actionnaires (et déposer ces états financiers auprès de la Commission grâce au SEDAR, le Système électronique de données, d'analyse et de recherche) au plus tard 60 jours après la fin de l'exercice financier. Ils doivent présenter des états financiers vérifiés tous les ans (et déposer ces états financiers auprès de la Commission par le biais du SEDAR), au plus tard 140 jours après la fin de l'exercice financier.

À notre avis, les délais de 60 et de 140 jours pour les dépôts ne sont plus justifiés. Cette opinion s'appuie sur le fait que les émetteurs diffusent régulièrement de l'information financière à l'occasion de chaque trimestre et à la fin de l'exercice bien avant la date à laquelle ils déposent et présentent leurs états financiers aux actionnaires. Les progrès dans la technologie de l'information ont accru la vitesse à laquelle l'information financière peut être recueillie et analysée.

Dans notre rapport préliminaire, nous recommandions que les délais de dépôt des états financiers annuels soient réduits à 90 jours après la fin de l'exercice et que les délais de dépôt des états financiers intermédiaires soient réduits à 45 jours après la fin de chaque trimestre. La plupart des intervenants ont appuyé cette recommandation[323]. Après la publication de notre rapport préliminaire, les ACVM ont publié, pour fins d'observations, la *Norme canadienne 51-102 sur les obligations d'information continue*. Ce règlement propose de faire passer le délai de dépôt des états financiers annuels de 140 à 90 jours après la fin de l'exercice pour les émetteurs de titres de premier rang et à 120 jours pour tous les autres émetteurs. On y propose également de faire passer le délai de dépôt des états intermédiaires de 60 jours à 45 jours après la fin du trimestre pour les émetteurs de titres de premier rang et de le laisser à 60 jours pour tous les autres émetteurs. La *Norme canadienne 51-102* utilise les critères applicables aux sociétés non

---

323 Voir les lettres d'observations des Certified General Accountants of Ontario, de l'Association for Investment Management and Research, de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l., du Régime de retraite des enseignantes et enseignants de l'Ontario, de l'Institut canadien des comptables agréés, de PricewaterhouseCoopers s.r.l., de Davies Ward Phillips & Vineberg s.r.l., de Torys s.r.l., de l'Association des banquiers canadiens et de la Banque Royale du Canada.

dispensées inscrites à la Bourse de Toronto comme mesure de référence pour les émetteurs de titres de premier rang[324]. Nous soulignons que les délais proposés par les ACVM pour les émetteurs de titres de premier rang correspondent à ceux qui sont en vigueur aux États-Unis depuis près de 30 ans. La SEC a récemment adopté des règles de modification visant à ramener ces délais à 60 et 35 jours respectivement pour les émetteurs de titres de premier rang[325].

Nous appuyons la proposition des ACVM de réduire les délais de dépôt des rapports annuels et intermédiaires, y compris les différents délais de dépôt proposés pour les émetteurs de titres de second rang. Nous sommes conscients que ce ne sont pas toutes les sociétés, tout particulièrement les petites entreprises et celles qui sont moins chevronnées, qui disposent de l'infrastructure et des ressources nécessaires pour préparer leurs rapports dans des délais plus courts sans s'imposer un fardeau ou des dépenses exagérés. Comme nous l'avons souligné dans l'introduction, nous croyons que la réglementation des valeurs mobilières au Canada doit tenir compte de la nature de nos marchés financiers et des participants qui les habitent, comme la forte proportion d'émetteurs de titres à faible capitalisation qui les caractérisent. Il faudrait peut-être élaborer et appliquer différentes normes à différents niveaux d'émetteurs. Nous sommes préoccupés, cependant, par les critères applicables aux sociétés non dispensées inscrites à la Bourse de Toronto qu'ont choisi d'utiliser les ACVM pour séparer les émetteurs de titres de premier rang de ceux de second rang. À notre avis, cette mesure de référence est trop complexe et trop difficile à utiliser. Nous encourageons vivement les ACVM à envisager d'adopter une formule plus simple et plus facile à comprendre à la fois pour les participants au marché et les investisseurs. À cet égard, nous recommandons que les ACVM envisagent de considérer comme des émetteurs de premier rang ceux dont les valeurs mobilières sont cotées à la Bourse de Toronto et comme des émetteurs de second rang ceux dont les valeurs mobilières sont cotées à la Bourse de croissance TSX.

Nous recommandons également qu'au moment opportun, les ACVM envisagent d'abréger davantage les délais de dépôt des états annuels et intermédiaires, en les faisant passer à 60 et 35 jours respectivement pour faire pendant aux modifications récemment apportées aux règles de la SEC.

---

[324] Ces critères comprennent la possession d'un actif corporel net d'au moins 75 millions de dollars ou, dans le cas des sociétés pétrolières et gazières, de réserves développées d'au moins 75 millions de dollars.

[325] Le 5 septembre 2002, la SEC a adopté des modifications à apporter à ses règles en vue d'accélérer le dépôt des rapports trimestriels et annuels en vertu de la Loi de 1934 par les sociétés assujetties américaines dont la valeur des actions émises s'élève à au moins 75 millions de dollars, qui sont soumises aux exigences de la Loi de 1934 depuis au moins 12 mois civils et qui avaient précédemment déposé au moins un rapport annuel. Ces modifications touchant les dépôts accélérés seront mises en œuvre graduellement sur trois ans. Le délai de dépôt des rapports annuels demeurera à 90 jours pour la première année, puis passera à 75 jours pour la deuxième année et à 60 jours pour la troisième année et les années subséquentes. Le délai de dépôt des rapports trimestriels demeurera à 45 jours pour la première année, puis passera à 40 jours pour la deuxième année et à 35 jours pour la troisième année et les années subséquentes. (Voir la règle finale portant sur l'accélération des délais de dépôt des rapports périodiques et la divulgation concernant l'accès aux rapports par l'intermédiaire du site Web – communiqués n[os] 33-8128, 34-46464, FR-63; dossier n° S7-08-02 de la Commission des valeurs mobilières des Etats-Unis.)

Enfin, nous soulignons que nous avons reçu, relativement à notre rapport préliminaire, une lettre d'observations, qui porte à croire qu'il serait difficile pour les grandes sociétés dont les activités s'étendent à l'échelle internationale de se conformer aux délais réduits de dépôt des rapports annuels et intermédiaires[326]. Bien que nous comprenions les préoccupations exprimées par cet intervenant, nous croyons qu'il serait préférable que la Commission règle ces problèmes au cas par cas en accordant des dispenses s'il y a lieu.

Recommandations :

1. Nous appuyons la proposition des ACVM de ramener les délais de dépôt des états financiers annuels à 90 jours après la fin de l'exercice pour les émetteurs de titres de premier rang et à 120 jours pour les émetteurs de titres de second rang. Nous appuyons également la proposition des ACVM de ramener le délai de dépôt des rapports intermédiaires à 45 jours après la fin du trimestre pour les émetteurs de titres de premier rang et de maintenir le délai actuel de 60 jours pour les émetteurs de titres de second rang. Nous recommandons cependant que les ACVM reconsidèrent l'idée d'utiliser les critères applicables aux sociétés non dispensées inscrites à la Bourse de Toronto pour séparer les émetteurs de premier rang de ceux de second rang. Nous recommandons plutôt que les ACVM envisagent de considérer comme des émetteurs de premier rang ceux dont les valeurs mobilières sont cotées à la Bourse de Toronto et comme des émetteurs de second rang ceux dont les valeurs mobilières sont cotées à la Bourse de croissance TSX.

2. Nous recommandons qu'au moment opportun, les ACVM envisagent de raccourcir davantage les délais de dépôt des états financiers annuels et intermédiaires, en les ramenant à 60 et à 35 jours respectivement, pour faire pendant aux modifications récemment apportées aux règles de la SEC.

B) EXAMEN DES ÉTATS FINANCIERS TRIMESTRIELS PAR UN VÉRIFICATEUR

En Ontario, les états financiers trimestriels doivent être examinés par le conseil d'administration ou par le comité de vérification de la société[327]. Cette exigence a été introduite en 2001 dans le but d'assurer l'intégrité des états financiers et de promouvoir le rôle du comité de vérification. Si le conseil d'administration ou le comité de vérification ne participe pas à l'examen des états financiers trimestriels, la direction est dans ce cas responsable de la communication de l'information financière de l'émetteur jusqu'à la fin de l'exercice, lorsque le comité de vérification est tenu d'examiner les états financiers annuels avant qu'ils soient approuvés par le conseil d'administration. À ce stade, si le comité de vérification a des questions concernant les politiques ou les jugements comptables appliqués par la direction dans la préparation des états financiers, les rajustements au quatrième trimestre peuvent entraîner certains problèmes. En

---

326 Voir la lettre d'observations de Power Corporation du Canada.

327 Règle 52-501 de la CVMO portant sur les états financiers, paragraphes 2.2(6), (7).

faisant participer le comité de vérification au processus à la fin de chaque trimestre, cela diminue les problèmes potentiels à la fin de l'exercice.

La Loi n'exige pas que les états financiers trimestriels soient examinés par des vérificateurs externes, bien que la Commission le recommande[328]. Aux États-Unis, on adopte la position contraire. La Loi de 1934 exige que les états financiers intermédiaires soient examinés par des vérificateurs avant qu'ils soient déposés auprès de la SEC, mais laisse à l'émetteur le soin de faire vérifier ou non les états financiers par le conseil d'administration ou par le comité de vérification avant qu'ils soient déposés. À notre avis, le bien-fondé d'un examen des états financiers trimestriels par les vérificateurs devrait être évident pour le conseil d'administration et le comité de vérification. Sinon, la direction et le comité de vérification (qui a approuvé les états des trois premiers trimestres) risquent d'être en désaccord avec les vérificateurs au moment de la vérification et de l'examen des états financiers annuels. Nous comprenons que la vérification des états financiers intermédiaires par un vérificateur entraînera des coûts additionnels.

Cependant, étant donné l'importance de l'intégrité des états financiers, nous croyons que ces coûts supplémentaires devraient être acceptés comme les coûts normaux de l'exploitation d'une société ouverte.

Nous avons reçu un certain nombre de lettres d'observations en faveur de l'examen des états financiers trimestriels des émetteurs assujettis par un vérificateur externe[329]. Certains intervenants ont laissé entendre, cependant, qu'il conviendrait de dispenser de cette exigence les émetteurs de titres de second rang, car les coûts afférents à l'examen d'états financiers intermédiaires par un vérificateur externe seraient disproportionnés pour les petits émetteurs[330]. Nous sommes sensibles à cette préoccupation et appuyons en principe l'idée de dispenser les émetteurs de titres de second rang de cette exigence. Les autorités de réglementation devraient déterminer la nature et la portée de la dispense en tenant compte des coûts et des avantages liés à l'exigence et en accordant une attention particulière au type d'émetteur et à son stade de développement. Toutefois, nous recommandons également que tout émetteur dispensé de cette exigence soit tenu de divulguer que ses états financiers trimestriels n'ont pas été examinés par un vérificateur externe.

---

328 Politique connexe 52-501 CP à la Règle 52-201 de la CVMO portant sur les états financiers, art. 2.1.

329 Voir les lettres d'observations de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l., du Régime de retraite des enseignantes et enseignants de l'Ontario, de l'Institut canadien des comptables agréés, de PricewaterhouseCoopers s.r.l., de l'Institut canadien de relations avec les investisseurs, de Davies Ward Phillips & Vineberg s.r.l., de Torys s.r.l. et du Nouveau parti démocratique de l'Ontario.

330 Voir les lettres d'observations du Régime de retraite des enseignantes et enseignants de l'Ontario, de la Bourse de croissance TSX et de la Bourse de Toronto.

Recommandation :

Nous recommandons que les mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières soient modifiées afin que les états financiers trimestriels des émetteurs soient obligatoirement examinés par un vérificateur externe. Nous appuyons le principe visant à dispenser les émetteurs de titres de second rang de cette exigence. La Commission devrait déterminer la nature et la portée de la dispense en tenant compte des coûts et des avantages liés à l'exigence et en accordant une attention particulière au type d'émetteur et à son stade de développement. Toutefois, nous recommandons également que tout émetteur dispensé de cette exigence soit tenu de divulguer que ses états financiers trimestriels n'ont pas été examinés par un vérificateur externe.

C) COMMUNICATION DE L'INFORMATION FINANCIÈRE AVANT L'APPROBATION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

La communication de l'information financière avant que les états financiers intermédiaires et annuels aient été approuvés par le conseil d'administration ou par le comité de vérification représente une autre question préoccupante. De nombreux émetteurs annoncent leurs bénéfices ou d'autres renseignements financiers peu après la fin d'une période de déclaration, mais bien avant que les états financiers eux-mêmes aient été approuvés. Nous croyons que cette pratique n'est pas conforme à l'exigence qui stipule que ces états financiers doivent être approuvés par le conseil d'administration (ou par le comité de vérification), en vertu de la loi ontarienne sur les valeurs mobilières, et qu'elle risque d'exposer le comité de vérification à des pressions de la part de la direction lorsque viendra le moment d'approuver les états financiers[331].

D) RÉSULTATS PRÉVISIONNELS

Les résultats prévisionnels trimestriels sont devenus un élément récurrent des communiqués trimestriels des sociétés sur les résultats. À l'origine, les prévisions constituaient un outil servant à améliorer la transparence et à réduire la volatilité du cours des titres[332]. Mais au fil du temps, la cote des titres a commencé à fluctuer en fonction des résultats prévisionnels. D'une façon générale, la pratique des sociétés qui fournissent des « résultats prévisionnels » au marché nous préoccupe. Nous croyons que cette pratique encourage les cadres à ne voir qu'à court terme et qu'elle peut également créer des incitatifs à gérer les bénéfices. À cet égard, nous considérons la récente décision annoncée par certaines sociétés comme Coca-Cola Co. de ne plus publier de résultats prévisionnels comme un développement favorable et nous espérons que cette tendance se maintiendra[333].

---

331 Nous ne sommes pas inquiets, cependant, du fait qu'une société publie de l'information financière choisie extraite de ses états financiers avant que le conseil d'administration ait approuvé l'état financier intégral, à la condition que le conseil (ou le comité de vérification) ait approuvé l'information financière publiée par anticipation.

332 Ernst & Young, « Walking a Fine Line on Earnings Guidance », *CrossCurrents* (automne 2002) (www.ey.com).

333 « Leading the News: Coke to Abandon Profit Forecasts, Provide Data on Long-Term Goals », *Wall Street Journal* (16 décembre 2002).

E) INFORMATION FINANCIÈRE NON CONFORME AUX PCGR

De nombreux émetteurs utilisent des chiffres non conformes aux PCGR pour communiquer leurs résultats d'exploitation au public. Le danger de cette pratique est qu'il n'y a pas de consensus quant à leur signification. Il est donc difficile de comparer ces chiffres d'un émetteur à l'autre. De plus, ils incitent trop un émetteur à créer des chiffres qui présentent les résultats financiers sous un jour plus favorable que ce ne serait le cas si les chiffres provenaient des états financiers. Cette pratique a fait l'objet d'un avis de comptabilité du personnel des ACVM au début de 2002[334]. Nous suggérons que les ACVM surveillent l'utilisation de chiffres non conformes aux PCGR ou de chiffres pro forma dans l'information communiquée par les sociétés afin de déterminer si l'avis du personnel des ACVM encourage les sociétés à communiquer de l'information plus équilibrée. Sinon, les ACVM devraient déterminer si une intervention réglementaire plus musclée est nécessaire[335].

F) DÉPÔT DE COMMUNIQUÉS DE PRESSE

Les émetteurs assujettis publient des communiqués de presse pour diverses raisons. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, ils peuvent être tenus par la Loi d'annoncer un « changement important » au moyen d'un communiqué de presse. Le communiqué annonçant le changement important est annexé à la déclaration de changement important et est transmis au Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR). Il est donc facilement accessible à toute personne qui souhaite consulter le document d'information courant de l'émetteur.

Les émetteurs publient évidemment des communiqués de presse pour d'autres raisons, dans certains cas pour « annoncer de bonnes nouvelles » à leurs investisseurs ou à d'autres intervenants, ou simplement pour rehausser leur image ou attirer l'attention des médias. Si l'information ne constitue pas un « changement important », l'émetteur peut ne pas transmettre une copie du communiqué au SEDAR[336].

Dans notre rapport préliminaire, nous nous interrogions sur les autres types de communiqués de presse qui devraient obligatoirement être transmis au SEDAR. La question qui nous préoccupait particulièrement était la publication d'information sur les résultats avant celle des états financiers. Nous avons exprimé l'opinion que les communiqués de ce genre font partie intégrante du document d'information continue de l'émetteur et devraient être transmis au SEDAR. Une

---

334 Avis du personnel des ACVM 52-303 portant sur les mesures de calcul des résultats non conformes aux PCGR (2002), 25 OSCB 112.

335 En janvier 2003, la SEC a adopté la *Regulation G*, qui s'applique lorsqu'une société divulgue publiquement des renseignements importants qui comprennent une mesure financière non conforme aux PCGR. La *Regulation G* exige un rapprochement quantitatif (au moyen d'une annexe ou d'une méthode facile à comprendre) des différences entre les mesures financières non conformes aux PCGR données et les mesures financières comparables calculées et présentées conformément aux PCGR (voir le communiqué 33-8176 de la SEC portant sur les conditions d'utilisation des mesures financières non conformes aux PCGR).

336 L'émetteur pourrait présenter une copie du communiqué sur son site Web sous la rubrique « Information à l'intention des investisseurs », mais il n'est pas obligé de le faire.

fois que les états financiers de l'émetteur ont été approuvés, comme nous l'avons mentionné ci-dessus, ceux-ci ainsi que l'information sur les bénéfices qui en découle et qui a également été approuvée devraient aussi être transmis au SEDAR. Cela permettra de s'assurer que cette information importante est facilement accessible aux investisseurs, au personnel de la Commission responsable des examens de l'information continue ou chargé des enquêtes concernant les transgressions possibles à cet égard et au marché en général. La majorité des intervenants se sont dits en faveur de nos recommandations à cet égard.

Toujours dans notre rapport préliminaire, nous avons également sollicité des commentaires précis sur la question de savoir si les émetteurs assujettis devraient être tenus de transmettre au SEDAR d'autres catégories bien définies de communiqués. À l'époque, nous croyions qu'il était vraisemblablement inutile d'obliger les émetteurs à transmettre tous leurs communiqués au SEDAR. Nous étions conscients que l'obligation de transmettre tous les communiqués au SEDAR pourrait avoir pour effet d'enterrer des renseignements importants. Elle pourrait également légitimer les communiqués promotionnels. En réponse à notre question, deux intervenants ont indiqué que le SEDAR devrait servir de dépôt central pour toute l'« information importante » rendue publique au sujet de chaque émetteur assujetti[337]. Les intervenants ont souligné que les sociétés émettent souvent des communiqués contenant des renseignements non financiers qui pourraient s'avérer tout aussi importants pour un investisseur raisonnable dans la prise d'une décision relative à ses investissements.

À la lumière des observations reçues, nous réexaminons nos préoccupations initiales au sujet de la transmission de tous les communiqués de presse au SEDAR. Dans la mesure où les émetteurs font part de renseignements aux investisseurs au moyen de communiqués, nous croyons qu'il est important pour les investisseurs de pouvoir accéder à ces renseignements en un point central. Nous recommandons que les mesures législatives de l'Ontario sur les valeurs mobilières soient modifiées de façon à obliger les émetteurs à transmettre tous leurs communiqués de presse au SEDAR. Pour la mise en œuvre de cette recommandation, nous demandons aux ACVM d'envisager, s'il y a possibilité, d'apporter au SEDAR des changements qui permettraient à un émetteur d'indiquer le type de communiqué de presse transmis. Tout particulièrement, nous suggérons que les communiqués soient classés dans les catégories suivantes :

- communiqués de presse relatifs à un rapport de changement important;
- communiqués de presse renfermant des renseignements financiers;
- autres communiqués.

---

337 Voir les lettres d'observations de Davies Ward Phillips & Vineberg s.r.l. et de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l. Il est à souligner, cependant, que les intervenants ne prônaient pas l'obligation pour les émetteurs assujettis de divulguer continuellement l'« information importante ».

Nous croyons que cette catégorisation facilitera la tâche des investisseurs qui cherchent des communiqués de presse qui les intéressent dans le SEDAR. Pour la mise en œuvre de cette recommandation, nous proposons également que les ACVM dotent le SEDAR d'une plus grande souplesse afin de permettre à un émetteur assujetti de classer un communiqué dans une autre catégorie une fois qu'il aura été affiché dans le système[338].

Recommandation :

Nous recommandons que les mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières soient modifiées afin d'obliger tous les émetteurs assujettis à transmettre leurs communiqués de presse au Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR).

G) DISPENSE RELATIVE AUX PCGR POUR LES BANQUES ET LES COMPAGNIES D'ASSURANCES

Même si les émetteurs assujettis sont tenus de préparer leurs états financiers conformément aux PCGR, le Règlement afférent à la Loi prévoit une dispense[339] de cette exigence pour les banques qui figurent à l'annexe I ou II de la *Loi sur les banques* et pour les compagnies d'assurances qui détiennent un permis en vertu de la *Loi sur les sociétés d'assurances*, si leurs états financiers sont « préparés conformément à une loi constituant, prorogeant ou régissant la banque ou la compagnie d'assurances et tout PCGR applicable »[340]. En vertu de la loi fédérale, le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) est habilité à dicter les pratiques comptables des institutions financières réglementées. Ces articles ont pour effet de permettre au BSIF de prescrire les modalités d'application des PCGR canadiens, voire même d'outrepasser les PCGR[341].

La dispense d'adhérence aux PCGR dont peuvent se prévaloir les banques et les compagnies d'assurances reflète la contradiction qui existe parfois entre les objectifs de la réglementation sur les valeurs mobilières et la réglementation prudentielle. Le but primordial de la réglementation des valeurs mobilières est de s'assurer que les marchés financiers et les participants aux marchés évoluent dans un environnement transparent et que les investisseurs ont accès à une base d'information complète et équitable sur laquelle fonder leurs décisions. La réglementation

---

338 Cela permettrait, par exemple, à un émetteur de reclasser un communiqué en tenant compte d'un changement important après l'avoir initialement affiché dans la catégorie « Autres ».

339 Paragraphe 2(3) du Règlement. Une dispense semblable existe dans la loi sur les valeurs mobilières de l'Alberta et du Manitoba. Au Québec, la loi contient une dispense similaire pour les banques seulement. Les lois sur les valeurs mobilières dans les autres provinces et territoires ne contiennent pas cette dispense.

340 Nous comprenons que cette dispense a été adoptée initialement lorsque les banques, les compagnies d'assurances sur la vie et les compagnies d'assurances IARD n'étaient pas entièrement assujetties au Manuel de l'I.C.C.A.. Elles le sont devenues par la suite et les dispenses concernant les compagnies d'assurances IARD, les compagnies d'assurances sur la vie et les banques ont été retirées du Manuel en septembre 1986, décembre 1987 et août 1992 respectivement.

341 Voir, par exemple, le paragraphe 308(4) de la *Loi sur les banques*, L.C. 1991, chap. 46.

prudentielle, quant à elle, vise avant tout à préserver la sécurité et la santé des institutions financières. Cette différence d'orientation peut créer des conflits. Par exemple, dans certains cas, la réglementation prudentielle peut favoriser la divulgation retardée ou la non-divulgation de certains événements tandis que la réglementation sur les valeurs mobilières exigerait la divulgation complète et immédiate.

Les modifications apportées à la *Loi sur les banques*, contenues dans la *Loi sur l'Agence de la consommation en matière financière*, confèrent au BSIF le pouvoir d'accorder également aux sociétés de portefeuille bancaire[342] une dispense relative aux PCGR. Ce pouvoir semble aller au-delà de la disposition dérogatoire existante dans les lois sur les valeurs mobilières et soulève d'autres questions. Tandis que les règlements actuels afférents à la Loi contiennent seulement des dispositions spéciales pour les émetteurs constitués en vertu de la *Loi sur les banques* et de la *Loi sur les sociétés d'assurances*, aux termes des modifications apportées à la *Loi sur les banques*, il semble que d'autres états financiers puissent être préparés par les sociétés de portefeuille bancaire qui sont des émetteurs assujettis, mais qui ne sont pas constituées en vertu de la *Loi sur les banques.*

Même si nous comprenons les différents objectifs de la réglementation des valeurs mobilières et de la réglementation des institutions financières, la dispense relative aux PCGR dont peuvent présentement se prévaloir les banques et les compagnies d'assurances en vertu de la Loi et toute extension potentielle de la dispense d'adhérence aux PCGR prévue par la Loi en vertu de la *Loi sur l'Agence de la consommation en matière financière* suscitent néanmoins notre inquiétude. Nous croyons que la divulgation est un élément important de tout régime réglementaire puisque les exigences de divulgation donnent aux investisseurs l'accès à l'information dont ils ont besoin pour prendre leurs décisions de placement. Nous sommes persuadés en outre que de bonnes normes comptables sont une condition préalable essentielle à la saine réglementation des marchés et qu'elles peuvent aider à stabiliser les attentes du marché. Nous constatons que la dispense relative aux PCGR actuelle complique la tâche du personnel de la Commission qui doit vérifier l'information communiquée par ces institutions. De plus, nous notons que les circonstances dans lesquelles le BSIF a outrepassé les PCGR étaient propres à chaque société, ce qui peut créer des différences arbitraires qui nuisent à la comparabilité des résultats échangés à la fois entre les institutions financières et avec d'autres entités. Nous donnons comme exemple le cas récent de certaines banques qui, en vertu de ce pouvoir conféré par la loi et agissant conformément à une directive du BSIF, ont appliqué des traitements comptables contraires aux PCGR canadiens relativement aux augmentations de leurs provisions pour pertes sur prêts. Dans chaque cas, le BSIF a permis à la banque en question de déroger aux PCGR en imputant une augmentation dans les provisions pour pertes sur prêts dans l'état des bénéfices non répartis plutôt que dans l'état des résultats. Dans au moins un de ces cas, la valeur absolue de la provision

---

342 Voir l'article 183 de la *Loi sur l'Agence de la consommation en matière financière*, qui modifie les paragraphes 840(4) et 855(2) dans la partie XV, division 6 des sociétés de portefeuille bancaire de la *Loi sur les banques.*

pour pertes sur prêts après l'augmentation dépassait le montant permis en vertu des PCGR. Si on doit choisir entre la communication d'information non conforme aux PCGR et celle d'information conforme aux PCGR, le Comité préconise tout compte fait la transparence et l'utilisation des PCGR.

Aux États-Unis, les banques et les compagnies d'assurances sont tenues d'adhérer aux PCGR. La SEC exige que tous ses émetteurs assujettis préparent leurs états financiers conformément aux PCGR. Les organismes américains responsables de la réglementation des banques et des compagnies d'assurances peuvent prescrire les méthodes de comptabilité qui seront appliquées aux dépôts d'information spéciale, mais, dans la mesure où ces méthodes s'écartent des PCGR, elles ne seraient pas acceptées en ce qui a trait à l'information déposée auprès de la SEC.

Nous préférons la méthode adoptée aux États-Unis pour les raisons décrites ci-dessus. Dans notre rapport préliminaire, nous avons cependant présenté une autre solution. Celle-ci permettrait d'outrepasser les PCGR seulement à des fins prudentielles, par exemple, si la solvabilité de l'institution ou du système de services financiers était autrement compromise. Cette démarche reposerait sur le rôle du BSIF à titre d'organisme de réglementation prudentielle et sur la conviction que s'il doit être pourvu de droits de dispense relativement aux mesures législatives sur les valeurs mobilières, ces droits devraient être exercés seulement s'il y a des raisons manifestes de s'inquiéter. À cet égard, nous avons invité les intervenants à émettre des commentaires sur la question de savoir si la dispense relative aux PCGR devrait être éliminée, comme nous le proposions, ou si elle devrait être modifiée afin d'être utilisée seulement s'il y a des raisons manifestes de s'inquiéter. La vaste majorité d'entre eux se sont déclarés en faveur de l'élimination de la dispense d'adhérence aux PCGR[343]. À cet égard, deux intervenants ont également fait remarquer qu'il n'est pas nécessaire de déroger aux PCGR, car les responsables de la réglementation des autorités financières peuvent obtenir le complément d'information financière redressée dont ils ont besoin pour prendre des décisions sur la suffisance du capital en exigeant des rapports distincts, s'il y a lieu[344].

En juin 2002, les ACVM ont publié l'*Instruction générale 51-102 sur les obligations d'information continue*. Ce règlement propose notamment d'éliminer la dispense relative aux PCGR dont peuvent se prévaloir les banques et les compagnies d'assurance en Ontario et dans tous les territoires de compétence des ACVM où cette dispense est actuellement en vigueur. Nous croyons, pour les raisons données ci-dessus, que la dispense actuelle est beaucoup trop large et, par conséquent, nous appuyons la proposition de l'éliminer en vertu de la *Norme canadienne 51-102*.

---

343 Voir les lettres d'observations de l'Association for Investment Management and Research, de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l., du Régime de retraite des enseignantes et enseignants de l'Ontario, de l'Institut canadien des comptables agréés, de l'Association des banquiers canadiens, de la Commission des valeurs mobilières de la Nouvelle-Écosse, de la Banque Royale du Canada et de Torys s.r.l.

344 Voir les lettres d'observations de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l. et de l'Institut canadien des comptables agréés.

Recommandation :

Nous recommandons que soit éliminée la dispense relative aux PCGR dont peuvent se prévaloir les banques et les compagnies d'assurances en vertu du paragraphe 2(3) du Règlement pris en application de la Loi.

15.2 Indépendance des vérificateurs

En novembre 2000, la SEC a apporté d'importantes modifications à ses règles relatives à l'indépendance des vérificateurs et adopté de nouvelles exigences de divulgation visant à :

- promouvoir la qualité élevée des vérifications en réduisant au minimum les facteurs externes qui peuvent influer sur le jugement du vérificateur;
- renforcer la confiance des investisseurs en ce qui a trait aux états financiers des sociétés ouvertes[345].

Les nouvelles règles prévoient essentiellement qu'un comptable n'est pas indépendant s'il ne peut pas exercer un « jugement objectif et impartial » ou si un investisseur raisonnable concluait qu'un comptable ne peut pas exercer un jugement objectif et impartial. Ce fait est déterminé en fonction des circonstances propres à chaque cas, mais la SEC a également établi des règles précises pour les situations qui soulèvent souvent des questions liées à l'indépendance. Les règles décrivent notamment certains services, relations ou intérêts que la SEC juge incompatibles avec l'indépendance[346]. Les règles de la SEC obligent par ailleurs les sociétés à inclure certains renseignements dans leurs circulaires de procuration concernant les relations entre la société et ses vérificateurs, y compris les honoraires versés au vérificateur indépendant pour des services de vérification et d'autres services[347]. Tout récemment, la SEC a apporté d'autres modifications à

---

345 Voir « Final Rule, Revision of the Commission's Auditor Independence Requirements », communiqués n^{os} 33-7919, 34-43602, 35-27279; IC-24744, IA-1911, FR-56; dossier n° S7-13-00. Les règles sont entrées en vigueur le 5 février 2001 et comportaient des périodes de transition pour différents types de transactions et de relations.

346 Ces règles ont été révisées en janvier 2003 par suite de l'adoption de la *Loi Sarbanes-Oxley*. Les règles révisées désignent neuf fonctions connexes qui ne peuvent pas être accomplies par les vérificateurs indépendants pour des clients qui sont des sociétés ouvertes, notamment i) la tenue de livres ou les autres services liés aux dossiers comptables ou aux états financiers du client vérifié; ii) la conception et la mise en œuvre de systèmes d'information financière; iii) des services d'estimation ou d'évaluation, des opinions sur l'équité des prix ou des rapports sur les apports en nature; iv) des services d'actuariat; v) des services d'impartition de la vérification interne; vi) des services de gestion ou de ressources humaines; vii) des services de courtage, des conseils en investissement ou des services de placements bancaires; viii) des services juridiques et ix) des services d'experts non liés à la vérification.

347 Ces règles sur la divulgation par procuration ont été révisées en janvier 2003 par suite de l'adoption de la *Loi Sarbanes-Oxley*. Les nouvelles règles de la SEC prévoient de nouvelles catégories pour la divulgation des honoraires versés au vérificateur. Plus précisément, les émetteurs doivent divulguer dans leurs rapports annuels les honoraires versés au comptable indépendant pour i) les services de vérification, ii) les services liés à la vérification, iii) les services fiscaux et iv) les autres services. En outre, la divulgation doit comprendre les politiques et méthodes du comité de vérification relatives à l'approbation préalable des services par le comptable indépendant, ainsi que le pourcentage des honoraires versés qui est assujetti à des dérogations de minimis.

ses règles sur l'indépendance des vérificateurs par suite de l'adoption de la *Loi Sarbanes-Oxley de 2002*[348].

Les règles concernant l'indépendance du vérificateur adoptées en novembre 2002 par la SEC ont engendré un débat important, particulièrement en ce qui concerne la question de savoir si les vérificateurs devraient être autorisés à fournir des services autres que ceux de vérification à leurs clients. Les défenseurs des règles soutiennent que les cabinets d'experts-comptables qui offrent des services autres que ceux de vérification à leurs clients ne sont pas réellement « indépendants » puisque ces autres services incitent les vérificateurs à « ménager leurs clients » soit pour obtenir d'autres missions, soit pour prouver que les conseils de leurs collègues sont appropriés. Quant à ceux qui s'y opposent, ils craignent que ces règles nuisent aux entreprises et affirment que les vérifications s'améliorent en fait lorsque les cabinets d'experts-comptables fournissent à la fois des services de vérification et d'autres services puisque cela leur permet de se faire une meilleure idée de la santé financière de l'entreprise. Ils soutiennent en outre que l'intégrité professionnelle des vérificateurs offre une protection efficace contre les conflits d'intérêts.

Le 5 septembre 2002, le Comité sur l'intérêt public et l'intégrité de l'ICCA (le « CIPI ») a publié un nouveau projet de norme d'indépendance visant les vérificateurs canadiens et les autres certificateurs[349]. L'exposé-sondage s'appuie sur le cadre de principes d'indépendance adopté par l'IFAC, la fédération internationale des comptables, en janvier 2002[350] et intègre les rigoureuses exigences de la SEC antérieures à la *Loi Sarbanes-Oxley* relativement aux vérificateurs des entités inscrites[351]. La période de collecte des observations du public a pris fin le 31 octobre 2002. Le CIPI a également entrepris d'examiner la possibilité de modifier le projet de normes canadiennes d'indépendance afin de faire écho aux règles plus récentes adoptées par la

---

348 Voir la règle de la SEC portant sur le renforcement des exigences de la Commission en matière d'indépendance des vérificateurs, décrite dans les communiqués numéros 33-8183, 34-47265 et 35-27642. Les nouvelles règles abordent des questions comme i) la rotation obligatoire des membres de « l'équipe de la mission de vérification », ii) l'approbation préalable par le comité de vérification des services de vérification et de services connexes, iii) les interdictions visant la rémunération des partenaires de l'équipe de vérification à l'égard de services connexes, iv) la divulgation des politiques comptables cruciales et v) les interdictions visant l'emploi des membres de l'équipe de la mission de vérification par le client. En vertu des nouvelles règles, les comptables peuvent continuer d'offrir de l'aide à l'observation fiscale, des services de planification fiscale ainsi que des conseils en matière d'impôt aux clients vérifiés, sous réserve de l'approbation préalable du comité de vérification.

349 Comité sur l'intérêt public et l'intégrité de l'ICCA. Exposé-sondage intitulé *Normes d'indépendance* (www.cica.ca).

350 Voir http:www.ifac.org. Le nouveau code de l'IFAC insiste sur le fait que l'indépendance est un « état d'esprit qui permet d'émettre une opinion sans subir d'influences qui compromettent le jugement professionnel, permettant à un individu d'agir avec intégrité et de faire preuve d'objectivité et de scepticisme professionnel ».

351 Les propositions du CIIP imposeraient des interdictions ou des limites sévères aux vérificateurs offrant un large éventail de services de non-vérification à des entités inscrites dont ils sont le vérificateur attitré. Par services de non-vérification, on entend notamment des services d'estimation ou d'évaluation ou des opinions sur l'équité des prix offerts, des services en matière de gestion ou de ressources humaines, des services de courtage de valeurs, des conseils ou des services de placements bancaires, des services juridiques et d'experts-conseils non liés à la vérification, ainsi que des services de tenue de livre, de conception et de mise en œuvre de systèmes d'information financière, d'actuariat et de vérification interne.

SEC par suite de l'entrée en vigueur de la *Loi Sarbanes-Oxley*[352]. Avant l'initiative de normes d'indépendance du CIPI, les normes canadiennes ne prévoyaient pas d'interdictions précises visant la portée des services que les vérificateurs pouvaient offrir à leurs clients

Nous avons suivi avec intérêt les diverses initiatives d'établissement de règles relatives à l'indépendance des vérificateurs, de même que toutes les discussions entourant cette question à la suite des récents effondrements de sociétés survenus aux États-Unis (comme Enron et WorldCom). L'an dernier, le Canada a réalisé d'énormes progrès dans l'élaboration de normes de fond en matière d'indépendance des vérificateurs. Nous croyons que les vérificateurs doivent être les plus ardents défenseurs de l'intégrité et de la fiabilité de l'information financière afin de rassurer les investisseurs. À une époque où les sociétés subissent d'énormes pressions pour déclarer des bénéfices sans cesse à la hausse et où les marchés punissent durement ceux qui ne répondent pas aux attentes, l'indépendance des vérificateurs est essentielle. Par conséquent, nous encourageons vivement le CIPI à accorder une grande priorité au parachèvement de son initiative d'élaboration de normes d'indépendance des vérificateurs. Nous encourageons également la Commission à continuer de surveiller de manière proactive l'évolution de la situation à cet égard afin de s'assurer que le Canada ne reste pas à la traîne par rapport aux normes internationales. La fonction de vérification externe est la pierre angulaire sur laquelle repose notre système de communication de l'information financière.

Dans notre rapport préliminaire, nous recommandions que la Commission apporte à ses règles de divulgation par procuration des modifications semblables à celles apportées aux États-Unis, afin d'obliger les sociétés à divulguer le montant des honoraires qu'elles versent à leurs vérificateurs, tant pour des services de vérification que pour les autres services connexes. Nous avions fait remarquer que la SEC croyait que lesdites règles de divulgation permettraient en bout de ligne aux investisseurs de déterminer eux-mêmes si la proportion des dépenses consacrées aux services de vérification et aux autres services les incitait à douter de l'indépendance des vérificateurs. Nous avons manifesté notre appui à la position de la SEC, en nous basant sur le principe selon lequel la transparence constitue la meilleure solution. À l'époque, le Canada accusait un retard sur les États-Unis au chapitre des initiatives relatives à l'indépendance des vérificateurs, à un point tel que la divulgation par procuration aurait, à tout le moins, comblé une partie du fossé qui se creusait et attiré l'attention sur cette question. Cependant, compte tenu des progrès considérables récemment réalisés au Canada dans le but d'élaborer des normes de fond en matière d'indépendance, nous croyons que le sentiment d'urgence à l'égard de la mise en œuvre de la modification des règles de divulgation par procuration s'est calmé. Bien que nous croyions toujours que les règles de divulgation relatives à cette question sont importantes et qu'elles devraient être adoptées, nous recommandons à la Commission d'envisager la mise en œuvre de règles de divulgation parallèlement aux règles du CIPI, dans le cadre de l'initiative de normes

---

352 Voir la lettre datée du 23 septembre 2002 et adressée à David Brown par Donald G. Wray, président du Comité de l'intégrité et de l'intérêt public. (www.osc.gov.on.ca/en/HotTopic/prominvcomf.html).

d'indépendance de ce dernier et des modifications récemment apportées par la SEC à ses règles de divulgation. À cet égard, nous soulignons que la plupart des intervenants se sont déclarés en faveur de l'adoption de règles de divulgation au Canada[353]. Cependant, l'un des intervenants était d'avis que les règles de divulgation par procuration en vigueur aux États-Unis sont imparfaites dans leur catégorisation des services de vérification et des services connexes[354]. Nous incitons la Commission à tenir compte de ces préoccupations si elle adopte des projets de règles relatives à cette question.

Recommandations :

1. Nous recommandons vivement à la Commission et au comité de l'ICCA sur l'intérêt public et l'intégrité (CIPI) d'adopter en priorité des normes relatives à l'indépendance des vérificateurs afin de surveiller de façon proactive l'évolution de la situation aux États-Unis en ce qui a trait à l'indépendance des vérificateurs et d'envisager les réformes supplémentaires nécessaires pour s'assurer que le Canada n'accuse aucun retard par rapport aux normes internationales.

2. Nous recommandons que la Commission adopte des modifications aux règles de divulgation par procuration afin d'obliger les sociétés ouvertes à divulguer dans leurs circulaires de procuration leurs dépenses relatives aux services de vérification et aux autres services connexes. Les modifications aux règles de divulgation par procuration devraient être apportées une fois que le CIPI aura fini de rédiger ses normes en matière d'indépendance des vérificateurs et elles devraient tenir compte de ces normes, de même que des récentes modifications proposées aux règles de la SEC en ce qui a trait à l'indépendance des vérificateurs.

15.3 Confiance de l'investisseur à l'égard des états financiers vérifiés

Les lois sur les valeurs mobilières obligent toutes les sociétés assujetties à faire vérifier leurs états financiers chaque année. À cet égard, les vérificateurs se voient confier un mandat d'intérêt public important : examiner objectivement et commenter la justesse des états financiers des

---

353 Voir les lettres d'observations des Certificated General Accountants of Ontario, de l'Association for Investment Management and Research, de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l., du Régime de retraite des enseignantes et enseignants de l'Ontario, de Torys s.r.l., de l'Institut canadien des comptables agréés et de l'Association des banquiers canadiens.

354 Par exemple, l'observateur a souligné que lorsqu'une société prépare et dépose un prospectus, son vérificateur est tenu de faire un travail considérable afin de pouvoir, notamment, déposer des lettres d'accord présumé et de consentement devant la Commission. Ce travail est néanmoins considéré comme un service de « consultation » en vertu des règles américaines sur la divulgation par procuration. Voir la lettre d'observations de PrivewaterhouseCoopers s.r.l.

sociétés assujetties[355]. L'intégrité de nos marchés financiers dépend, en partie, de l'objectivité et de la crédibilité de cette fonction de vérification externe.

Les tribunaux se sont demandé dans quelle mesure le public a le droit de se fier aux états financiers vérifiés. Dans l'affaire *Hercules Management Ltd. c. Ernst & Young*[356], la Cour suprême du Canada a jugé que les vérificateurs n'avaient aucun devoir de diligence envers les actionnaires en ce qui concerne leurs décisions de placement individuelles[357]. Nous croyons que la décision dans l'affaire *Hercules* souligne l'importance des modifications relatives à la notion de responsabilité civile proposées par les ACVM et examinées précédemment au chapitre 11. Malgré la décision rendue dans l'affaire *Hercules*, les modifications relatives à la notion de responsabilité civile consacreront le principe selon lequel les vérificateurs sont responsables envers les investisseurs qui se fient aux rapports de vérification pour prendre leurs décisions de placement.

---

355 *Protecting the Public Interest : The Role of the Chartered Accountancy Profession*, préparé pour l'I.C.C.A. par Kroll Associates (2001), page 2 (http://www.cica.ca/cica/cicawebsite.nsf).

356 [1997] 2 R.C.S. 165, où les actionnaires ont intenté une action en justice contre un cabinet d'experts-comptables, alléguant que les vérifications des états financiers de la société avaient été réalisées de façon désinvolte, occasionnant des pertes financières pour les actionnaires.

357 La Cour a conclu que « arriver à la conclusion contraire... exposerait les vérificateurs à la possibilité de responsabilité indéterminée, puisqu'une telle décision suggérerait que les vérificateurs ont un devoir de diligence envers n'importe quel groupe de demandeurs potentiels, quel que soit le but dans lequel ils ont utilisé les rapports des vérificateurs ».

CHAPITRE 16
GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET RESPONSABILITÉ DES SOCIÉTÉS OUVERTES

16.1 Attestation

En août 2002, suivant les instructions de la *Loi Sarbanes-Oxley*, la SEC a adopté des règles définitives qui imposent aux chefs de direction et aux directeurs financiers des obligations d'attestation relatives au dépôt de rapports[358]. Les nouvelles règles obligent les chefs de direction et les directeurs financiers à attester l'exactitude de l'information financière et autre que renferment les rapports trimestriels et annuels de leur société. Ces règles les obligent également à établir des mécanismes et des méthodes de contrôle de la divulgation, à les mettre à jour et à en évaluer périodiquement l'efficacité afin de faire en sorte que l'information devant se trouver dans les rapports en vertu de la Loi de 1934 soit consignée, traitée, résumée et déclarée en temps opportun. En outre, les rapports trimestriels et annuels d'une société doivent décrire précisément comment fonctionnent ses mécanismes et méthodes de contrôle de la divulgation, ainsi que ses contrôles internes[359].

Ces règles obligent effectivement les chefs de direction et les directeurs financiers à participer à la divulgation d'information publique par leur société et à en assumer la responsabilité. À la suite des récents effondrements de sociétés, à propos desquels les cadres supérieurs ont déclaré avoir délégué toute la responsabilité relative à la communication de l'information financière et à la divulgation d'autres renseignements à la haute direction, le Congrès américain et la SEC ont clairement indiqué qu'ils considèrent pareille abdication comme étant inappropriée. La SEC a notamment fait l'observation suivante :

> Nous croyons que tous les membres de la haute direction d'une société, y compris ceux de son conseil d'administration, devraient accepter et jouer un rôle actif dans la publication par leur société de ses rapports trimestriels et annuels et renforcer leur responsabilité à l'égard de l'exactitude et de l'exhaustivité de l'information divulguée dans ces rapports. Nous croyons que tout cadre supérieur qui considère sa participation personnelle au choix des renseignements qui seront divulgués dans les rapports trimestriels ou annuels comme un « fardeau administratif » plutôt que comme une tâche importante et fondamentale se méprend gravement sur sa responsabilité envers les porteurs de valeurs mobilières…
>
> Nous croyons que l'obligation expresse pour le dirigeant principal d'une société et son directeur financier d'attester qu'ils ont effectué ce type d'examen des rapports périodiques de la société inciterait ces dirigeants à examiner plus attentivement l'information communiquée dans les rapports trimestriels et annuels de leur société et à participer davantage à la préparation de ces

---

358 Communiqués n[os] 33-8124 et 34-46427 de la SEC portant sur l'attestation de l'exactitude des renseignements divulgués dans les rapports trimestriels et annuels des sociétés.

359 L'alinéa 13(2)(b) de la Loi de 1934 contient une disposition de longue date obligeant les sociétés à élaborer des mécanismes de contrôle internes et à les actualiser.

> rapports. Nous nous attendons à ce que la qualité et la transparence de ces rapports s'améliorent grâce à ces examens obligatoires[360].

À la suite de la publication de notre rapport préliminaire, un intervenant a exhorté le Comité à recommander à la Commission d'établir des obligations d'attestation semblables. L'intervenant a émis l'observation suivante :

> Nous demandons très instamment au Comité et à la Commission de prendre connaissance du communiqué n° 34-46300 de la SEC et de l'article 302 de la *Loi Sarbanes-Oxley de 2002* et de recommander l'adoption d'une méthode semblable d'attestation des dépôts par la Commission et les autres autorités canadiennes de réglementation des valeurs mobilières pour le bénéfice des investisseurs au Canada. Malgré le fait qu'on puisse, en bout de ligne, adopter dans tout le pays une série de mesures visant à assurer un recours adéquat en responsabilité civile aux investisseurs des marchés secondaires qui se fient à de fausses déclarations contenues dans des documents déposés par des émetteurs assujettis ou qui sont censés s'y fier, nous croyons que les organismes de réglementation des valeurs mobilières devraient être directement responsables de l'exécution des mesures visant à garantir l'exactitude et l'exhaustivité des documents déposés par les émetteurs assujettis en adoptant au Canada une obligation d'attestation comparable. Il serait inconvenant qu'un émetteur assujetti canadien garantisse les renseignements divulgués dans ses rapports périodiques devant la SEC, mais pas devant la Commission.
>
> Nous recommandons que la Commission se penche d'elle-même sur l'obligation d'attestation relative en matière de rapports périodiques déposés en vertu de la Loi si les membres des ACVM n'arrivent pas à s'entendre sur la question[361].

En ce qui concerne le débat en cours sur les réformes que le Canada devrait apporter en matière de mesures de gouvernance d'entreprise en réponse aux récentes initiatives lancées aux États-Unis, plusieurs intervenants, y compris la Bourse de Toronto et le Conseil canadien des chefs d'entreprise, ont également fait part de leur appui à l'égard de l'adoption d'obligations d'attestation semblables au Canada[362]. Le Conseil canadien des chefs d'entreprise a fait la déclaration suivante :

> Dans le passé, nous avons toujours apposé notre signature pour attester l'exactitude des états financiers de notre entreprise. Toutefois, nous reconnaissons que la *Loi Sarbanes-Oxley* des États-Unis a établi une norme plus rigoureuse à cet égard. Bien que cette loi ne s'applique peut-être pas à toutes les entreprises canadiennes, nous croyons, à titre de dirigeants d'entreprises canadiennes, que nous devrions être disposés à offrir une attestation comparable à l'égard de nos rapports annuels et trimestriels[363].

---

360 Communiqué n° 34-46079 de la SEC portant sur une proposition relative à l'attestation de l'exactitude des renseignements divulgués dans les rapports trimestriels et annuels des sociétés.

361 Voir la lettre d'observations de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l.

362 Lettre adressée à David Brown par Barbara Stymiest, en date du 17 septembre 2002, portant sur les réformes américaines en matière de gouvernance d'entreprise (www.osc.gov.on.ca/en/HotTopics) et *Gouvernance, valeurs et compétitivité – Un engagement envers le leadership, Déclaration du Conseil canadien des chefs d'entreprise* (septembre 2002).

363 *Gouvernance, valeurs et compétitivité – Un engagement envers le leadership, Déclaration du Conseil canadien des chefs d'entreprise* (septembre 2002), p. 13.

Après la publication de notre rapport préliminaire, le gouvernement de l'Ontario a adopté les Modifications de 2002 qui confèrent à la Commission l'autorité voulue pour établir des règles relativement à tous les aspects du régime d'attestation mis en place par la SEC. Nous sommes d'accord avec les motifs qui sous-tendent l'initiative d'attestation de la SEC et partageons les points de vue exprimés ci-dessus par les nombreux intervenants qui se disent en faveur de l'attestation au Canada. À cet égard, nous appuyons les modifications législatives effectuées par le gouvernement de l'Ontario et lui demandons instamment de promulguer ces modifications dès que possible afin de permettre à la Commission de réglementer dans ce domaine.

Recommandation :

Nous appuyons les Modifications de 2002 qui, une fois promulguées, confèreront à la Commission l'autorité voulue pour établir des règles relativement à tous les aspects du régime d'attestation récemment mis en place par la SEC. À cet égard, nous demandons instamment au gouvernement de l'Ontario de promulguer les modifications relatives à l'établissement de règles le plus tôt possible afin de permettre à la Commission de réglementer dans ce domaine.

16.2 Comités de vérification

À quelques exceptions près, la plupart des lois canadiennes régissant les sociétés obligent les sociétés ouvertes à se doter d'un comité de vérification formé d'au moins trois administrateurs (dont au moins deux doivent provenir de l'extérieur)[364]. Les lois confèrent au comité de vérification le mandat d'examiner les états financiers annuels vérifiés d'un émetteur avant qu'ils ne soient soumis à l'approbation des membres du conseil d'administration de l'émetteur en question.

Bien que les dispositions légales relatives aux comités de vérification aient très peu changé depuis leur entrée en vigueur, les défenseurs des pratiques exemplaires ont établi des normes plus rigoureuses en ce qui trait à la composition des comités de vérification, de même qu'un mandat élargi pour ces derniers. Les ACVM ont publié en 1990 un avis sur les comités de vérification qui répond aux questions soulevées par les émetteurs au sujet du rôle et des responsabilités des comités de vérification[365]. Tablant sur certaines des recommandations formulées dans l'avis des ACVM, la Bourse de Toronto a publié ses lignes directrices sur la

---

364 Les comités de vérification ne sont pas obligatoires en vertu des lois de la Nouvelle-Écosse, de l'Île-du-Prince-Édouard et du Nouveau-Brunswick.

365 Voir l'avis 52-301 des ACVM portant sur les comités de vérification (19 octobre 1990). Nous avons trouvé, dans la documentation antérieure (y compris le rapport de la commission Blue Ribbon des États-Unis mentionné ci-dessous), relativement peu d'éléments qui n'avaient pas été abordés dans l'avis des ACVM sur les comités de vérification, autres que les connaissances financières des membres du comité de vérification.

gouvernance d'entreprise efficace en 1995[366]. Les lignes directrices de la Bourse de Toronto recommandent que le comité de vérification ne soit formé que d'administrateurs provenant de l'extérieur, que lui soit conféré un mandat écrit, qu'il dispose de voies de communication directes avec les vérificateurs internes et externes et qu'il soit chargé de la surveillance relative aux rapports des cadres supérieurs sur les mécanismes de contrôle internes.

À la suite des récents événements survenus aux États-Unis, on a mis l'accent au Canada sur l'importance de se doter de comités de vérification efficaces pour assurer l'intégrité du système de rapports financiers. En septembre 1998, pour calmer les inquiétudes grandissantes au sujet de la mauvaise application des PCGR américains par les émetteurs assujettis dans le but de manipuler les estimations des bénéfices futurs, Arthur Levitt, ancien président du conseil d'administration de la SEC, a lancé une initiative visant à améliorer la crédibilité et la transparence de la divulgation d'information financière[367]. À la demande de la SEC, le NYSE et le NASD ont parrainé le comité Blue Ribbon. En février 1999, le comité Blue Ribbon a publié son rapport renfermant dix recommandations qui visaient à renforcer le rôle des comités de vérification des sociétés en ce qui concerne la surveillance du processus de présentation de l'information financière. Les recommandations du comité Blue Ribbon sur les comités de vérification touchaient la composition et le mandat du comité de vérification, et tout particulièrement le processus par lequel le comité de vérification pourrait accroître l'indépendance des vérificateurs externes. Les recommandations de ce comité ont été adoptées, après certaines modifications, par la SEC, le NYSE, le NASDAQ, l'American Stock Exchange et la profession comptable.

En juillet 2000, la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX et l'ICCA ont parrainé le Comité Saucier. Le cadre de référence de ce comité lui demandait de réagir aux nouvelles exigences adoptées aux États-Unis, à la suite de la publication du rapport du comité Blue Ribbon. Le Rapport Saucier, publié en novembre 2001, recommandait qu'on apporte aux lignes directrices de la Bourse de Toronto un certain nombre de modifications afin de les harmoniser avec les exigences américaines courantes. En ce qui concerne les comités de vérification, le Comité Saucier a formulé les recommandations suivantes :

- Les comités de vérification devraient être formés exclusivement d'administrateurs externes « sans lien avec la société » (tout en gardant une certaine souplesse pour les sociétés de deuxième niveau inscrites à la Bourse de croissance TSX, dont les conseils d'administration sont de taille modeste).

---

366 Article 474 du TSX Company Manual. Les lignes directrices de la Bourse de Toronto s'inspirent des recommandations du Comité Dey. Le Rapport Dey proposait un certain nombre de pratiques que devraient adopter les sociétés afin d'améliorer leur gouvernance interne.

367 Voir le communiqué de presse de la SEC intitulé « NYSE Chair Richard Grasso, NASDS Chair Frank Zarb, and Blue Ribbon Panel Co-Chairs Ira Millstein and John Whitehead Announce "Ten-Point Plan" to Improve Oversight of Financial Reporting Process » à l'adresse http://www.sec.gov/news/pressarchive/1999/99-14.txt.

- Tous les membres des comités de vérification devraient posséder des connaissances suffisantes en matière financière, selon les critères du conseil, et au moins un membre devrait avoir des compétences spécialisées en comptabilité ou un autre domaine financier connexe.
- Le comité de vérification devrait : i) se doter d'un mandat écrit approuvé par le conseil, qui énonce ses responsabilités, tout particulièrement en ce qui a trait à sa relation avec les vérificateurs externes et internes, la surveillance des mécanismes de contrôle internes et la divulgation d'information financière et connexe, ii) communiquer son mandat aux actionnaires et iii) autoévaluer périodiquement son efficacité[368].

Le 26 avril 2002, suivant les recommandations du Comité Saucier, la Bourse de Toronto a proposé des modifications à apporter à ses lignes directrices dans le but d'améliorer l'efficacité de la gouvernance d'entreprise.

Depuis la publication des modifications proposées aux lignes directrices de la Bourse de Toronto, des événements d'une portée considérable se sont produits, qui ont une incidence sur le rôle du comité de vérification dans le contexte de l'après-Enron :

- La *Loi Sarbanes-Oxley de 2002* a été adoptée. Elle confère aux comités de vérification des sociétés américaines inscrites l'entière responsabilité de nommer, de rémunérer et de surveiller les cabinets d'experts-comptables agréés embauchés pour obtenir des services de vérification. En outre, la *Loi Sarbanes-Oxley* exige que les comités de vérification soient formés uniquement d'administrateurs indépendants externes[369].
- Le 24 juillet et le 16 août 2002 respectivement, le NASDAQ et le NYSE ont présenté à la SEC de nouvelles règles qui, si elle les approuvait, imposeraient des normes plus rigoureuses de gouvernance d'entreprise aux sociétés inscrites, dont les suivantes :
  - exiger que les comités de vérification soient formés uniquement d'administrateurs indépendants;
  - octroyer aux comités de vérification toute l'autorité relative à l'embauche et au congédiement des vérificateurs indépendants;
  - exiger qu'au moins un membre du comité de vérification soit un « spécialiste financier »;
  - obliger les comités de vérification à se doter d'une charte officielle.

---

368 Le Rapport Saucier, page 29.

369 En janvier 2003, par suite de l'adoption de la *Loi Sarbanes-Oxley*, la SEC a proposé des règles qui obligeront les bourses nationales des valeurs mobilières et les associations nationales des valeurs mobilières à interdire la cotation de toute valeur mobilière d'un émetteur qui ne se conforme pas aux exigences de la *Loi Sarbanes-Oxley* à l'égard des comités de vérification (voir la règle proposée dans les communiqués n^{os} 33-8173 et 34-47137 de la SEC portant sur les normes relatives aux comités de vérification des sociétés inscrites).

Le 15 août 2002, la Commission a écrit à la Bourse de Toronto pour lui demander de réexaminer ses lignes directrices sur la gouvernance d'entreprise et d'envisager la mise en œuvre de nouvelles mesures prenant en considération les récents développements survenus aux États-Unis. Le 18 septembre 2002, la Bourse de Toronto a répondu à la lettre de la Commission en donnant un aperçu de modifications qu'elle proposait d'apporter à ses lignes directrices. Même si elle recommandait que les comités de vérification des sociétés inscrites soient entièrement indépendants, la Bourse de Toronto n'était pas disposée à faire de cette recommandation une règle obligatoire. Les règles obligeront plutôt les comités de vérification de tous les émetteurs inscrits à la Bourse de Toronto à compter au moins deux membres indépendants. Les comités de vérification seront également obligés de se doter d'une charte décrivant leur rôle et leurs responsabilités. Toutefois, outre ces deux exigences, la Bourse de Toronto s'opposait à la mise en œuvre des règles qui s'harmoniseraient avec les réformes en matière de gouvernance d'entreprise récemment introduites aux États-Unis.

La réponse de la Bourse de Toronto à la Commission a lancé un débat public au Canada au sujet de la pertinence d'instituer des règles régissant la gouvernance d'entreprise plutôt que de maintenir un régime reposant sur des lignes directrices et une divulgation volontaires. Historiquement, au Canada, on a préféré ne pas légiférer sur les pratiques de gouvernance d'entreprise au-delà de ce que prévoient actuellement les lois sur les sociétés. L'opinion couramment admise a toujours été que les lignes directrices sur les pratiques exemplaires, alliées aux exigences de divulgation, allaient inciter la plupart des émetteurs à adopter les pratiques exemplaires qui leur convenaient le mieux. Certains participants au marché et responsables de la réglementation ont également fait part de leurs préoccupations quant aux répercussions qu'auraient les règles sur la gouvernance d'entreprise sur les émetteurs de titres à faible capitalisation, dont les conseils d'administration sont de taille plus modeste et qui disposent de moins de ressources. D'autres ont laissé entendre qu'en raison du nombre de sociétés ouvertes canadiennes qui ont un actionnaire dominant, la formule employée au Canada doit être plus souple que celle utilisée aux États-Unis.

Compte tenu de l'importance du processus de divulgation de l'information financière pour l'intégrité des états financiers d'un émetteur et de la force exécutoire des normes sur les comités de vérification aux États-Unis, nous croyons qu'il y a lieu, de nos jours, de chercher à établir des normes communes et de les faire observer. Comme nous l'avons mentionné d'emblée, l'exigence relative aux comités de vérification découle des lois sur les sociétés. Cependant, nous croyons que les comités de vérification des émetteurs assujettis devraient respecter des normes communes. Par conséquent, dans notre rapport préliminaire, nous recommandions l'adoption de modifications législatives qui conféreraient à la Commission l'autorité voulue pour réglementer le fonctionnement et les responsabilités des comités de vérification. En décembre 2002, le gouvernement de l'Ontario a adopté une loi donnant effet à notre recommandation[370]. Nous

[370] Voir le paragraphe 200(3) des Modifications de 2002.

appuyons vigoureusement cette modification et soulignons que bon nombre de nos intervenants se sont également dits en faveur de notre recommandation[371]. En outre, nous sommes d'avis qu'il est important que les émetteurs assujettis de toutes les provinces et de tous les territoires du Canada fassent observer des normes cohérentes uniformes à leurs comités de vérification. Par conséquent, nous encourageons les autres territoires de compétence des ACVM à investir leur propre commission de pouvoirs semblables et nous invitons les ACVM à travailler de concert à l'établissement rapide de normes canadiennes sur les comités de vérification qui compteront parmi les meilleures de leur catégorie à l'échelle internationale. À cet égard, nous encourageons également les ACVM à prêter attention aux besoins et aux ressources des sociétés à faible capitalisation dans l'élaboration de projets de règlements. Nous croyons notamment qu'il faudrait peut-être mettre en place un régime de réglementation à deux vitesses relativement à cette question.

Recommandation :

Nous appuyons les récentes modifications apportées à la Loi qui, une fois promulguées, confèreront à la Commission l'autorité voulue pour imposer des normes relatives au fonctionnement et aux responsabilités des comités de vérification des émetteurs assujettis. Nous encourageons d'autres territoires de compétence des ACVM à investir leur commission de pouvoirs semblables et nous exhortons les ACVM à travailler de concert à l'établissement rapide de normes canadiennes sur les comités de vérification qui compteront parmi les meilleures de leur catégorie à l'échelle internationale. Nous encourageons les ACVM à prêter attention aux besoins et aux ressources des sociétés à faible capitalisation dans l'élaboration de projets de règlements.

16.3 Autres exigences en matière de gouvernance d'entreprise

En août 2002, le NYSE et le NASDAQ ont tous deux proposé une série de changements radicaux à apporter à leurs normes d'inscription relatives à la composition et au fonctionnement des conseils d'administration et des comités chargés des nominations et de la rémunération. Compte tenu de l'attention accrue que le public et les organismes de réglementation accordent à la gouvernance d'entreprise, nous nous sommes également demandé si la Commission devrait être investie de l'autorité voulue pour réglementer les questions de gouvernance d'entreprise d'une manière plus générale.

---

371 Voir les lettres d'observations des Certified General Accountants of Ontario, du Régime de retraite des enseignantes et enseignants de l'Ontario, de Davies Ward Phillips & Vineberg s.r.l., de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l. et de l'Association des banquiers canadiens.

Par le passé, les mesures législatives visant les valeurs mobilières ont toujours été axées sur la divulgation de renseignements aux investisseurs et non sur la gouvernance d'entreprise[372]. Toutefois, comme l'a fait remarquer l'un des intervenants, « les questions de gouvernance d'entreprise et l'intégrité des marchés de valeurs mobilières sont inextricablement liées »[373]. La structure et le fonctionnement des sociétés ouvertes, bien qu'ils constituent nettement une question « d'entreprise », ont des répercussions sur les actionnaires, pas seulement à titre d'« actionnaires », mais aussi d'« investisseurs ».

Nous croyons également que des considérations d'ordre pratique soutiennent l'idée de conférer à la Commission l'autorité nécessaire pour réglementer les questions de gouvernance d'entreprise d'une manière plus générale. Premièrement, la Commission peut adopter des réformes avec plus de souplesse et dans de meilleurs délais grâce à un processus auquel peuvent participer toutes les parties intéressées plutôt que de mettre ces réformes en œuvre par l'intermédiaire des lois sur les sociétés. Deuxièmement, au moyen de directives nationales, les ACVM peuvent mettre au point des normes nationales harmonisées en matière de gouvernance d'entreprise plus efficacement qu'il ne serait possible de le faire en s'appuyant sur le droit des sociétés. Enfin, cette démarche offrirait également des avantages du point de vue de l'exécution et de la conformité parce que les lois sur les sociétés, contrairement aux lois sur les valeurs mobilières, ont en grande partie un effet d'autoréglementation.

Nous appuierions par conséquent l'idée de donner à la Commission l'autorité nécessaire pour réglementer les questions de gouvernance d'entreprise de manière plus générale. Par exemple, nous serions favorables à ce que la Commission soit investie de l'autorité voulue pour réglementer la composition, le fonctionnement et les responsabilités des conseils d'administration, ainsi que des comités chargés des nominations et de la rémunération. Nous prierions également la Commission de faire preuve de prudence et de retenue en imposant de nouvelles mesures de réglementation touchant ces questions. La Commission devrait notamment s'assurer que ses projets de règlement tiennent compte des exigences auxquelles les sociétés sont déjà soumises et qu'ils ne constituent pas un fardeau trop lourd, tant pour les sociétés à forte qu'à faible capitalisation. En outre, la Commission devrait continuer de collaborer avec les bourses relativement aux questions de gouvernance d'entreprise qui concernent les normes d'inscription.

---

372 Les commissions des valeurs mobilières ont cependant l'autorité voulue pour régler les questions que certains considéraient traditionnellement comme des questions « d'entreprise », comme les opérations d'initiés, la sollicitation de procuration, les offres publiques d'achat et les opérations entre personnes apparentées. Dans le même ordre d'idées, les commissions peuvent « réglementer » les questions de gouvernance d'entreprise en exerçant leurs pouvoirs de surveillance sur les OAR (p. ex., la surveillance des critères d'inscription aux bourses).

373 Philip Anisman, « It's break point for break fees », *National Post* (18 mars 2002).

Recommandation :

Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin de conférer à la Commission l'autorité nécessaire pour réglementer les questions de gouvernance d'entreprise d'une manière plus générale. Par exemple, nous serions favorables à ce que la Commission soit investie des pouvoirs voulus pour réglementer la composition, le fonctionnement et les responsabilités des conseils d'administration, ainsi que des comités chargés des nominations et de la rémunération.

5e PARTIE

L'AMÉLIORATION DES DROITS FONDAMENTAUX DES ACTIONNAIRES

Lorsque des particuliers deviennent des investisseurs, ils peuvent se prévaloir de certains droits. Dans la présente partie, nous discutons des réformes visant à améliorer les droits des actionnaires, notamment celles qui portent sur la sollicitation de procurations, la réglementation des offres publiques d'achat et la gestion des fonds mutuels.

CHAPITRE 17
LES DROITS DES ACTIONNAIRES

La *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (LCSA) a récemment été modifiée dans le but, notamment, de faciliter les communications entre les actionnaires[374]. Le Comité a examiné ces modifications afin de déterminer si des réformes comparables sont nécessaires dans le cadre de la Loi.

17.1 Contexte

La LCSA et la plupart des autres lois canadiennes sur les sociétés contiennent des dispositions relatives aux assemblées des actionnaires, au processus de sollicitation de procurations auprès des actionnaires qui ne peuvent pas assister à ces assemblées et aux documents qui doivent être remis aux actionnaires avant ces assemblées. Dans le cas de la LCSA, ces dispositions s'inspiraient largement du Rapport Kimber, qui recommandait que les actionnaires qui ne pouvaient pas assister en personne aux assemblées puissent désigner leurs propres représentants pour voter aux assemblées des actionnaires[375]. Sinon, notait le Rapport Kimber, « la tendance marquée de la direction à se maintenir en fonction à perpétuité » ne serait pas tenue en échec et les actionnaires incapables d'assister aux assemblées ne pourraient pas se prononcer sur l'administration de la société. Le Rapport Kimber recommandait que la direction fournisse aux actionnaires une circulaire d'information ou une circulaire de « procuration » contenant suffisamment d'information pour les tenir au courant des propositions qui sont portées au vote[376].

Comme la LCSA, la Loi exige également que la direction d'un émetteur assujetti fasse parvenir une formule de procuration aux détenteurs de valeurs mobilières avec droit de vote relativement à chaque assemblée des actionnaires[377]. Les personnes autres que les membres de la direction (généralement nommées « dissidents ») peuvent également solliciter des procurations. La Loi prévoit par ailleurs que personne (ni un membre de la direction ni un dissident) ne peut solliciter de procurations sans envoyer ou remettre une circulaire d'information en même temps que cette demande de procuration[378].

Les termes « solliciter » et « sollicitation » ont un sens large et comprennent : une demande de procuration, une demande de signature ou de non-signature de la formule de procuration ou une

---

374 Les modifications à la LCSA sont entrées en vigueur avec l'adoption de la *Loi modifiant la Loi canadienne sur les sociétés par actions et la Loi canadienne sur les coopératives ainsi que d'autres lois en conséquence*, promulguée le 24 novembre 2001 (SI/2001-114).

375 Rapport Kimber, par. 6.02.

376 *Ibid.*, par. 6.24.

377 La Loi, article 85.

378 La Loi, paragraphes 86(a) et 86(b).

demande de révocation de procuration, et « l'envoi d'une formule de procuration ou de toute autre communication aux actionnaires, concerté en vue de l'obtention, du refus ou de la révocation d'une procuration »[379]. Ces dispositions n'autorisent pas les communications avec et entre les détenteurs de valeurs mobilières qui pourraient raisonnablement aboutir à l'obtention d'une procuration, à moins que de l'information prescrite contenue dans une circulaire de procuration soit communiquée aux détenteurs de valeurs mobilières. Par conséquent, les dispositions ont effectivement empêché les communications avec et entre les actionnaires en prévision d'un vote, à moins qu'une circulaire de procuration de dissident n'ait été préparée.

La Loi prévoit certaines dispenses des règles relatives à la sollicitation de procurations[380]. Par exemple, les émetteurs assujettis ne sont pas tenus d'observer la Partie XIX de la Loi s'ils satisfont aux exigences « sensiblement semblables » des lois de l'autorité législative aux termes desquelles ils ont été constitués en personne morale[381]. La LCSA et la *Loi sur les sociétés par actions de l'Ontario* contiennent des dispositions qui sont semblables à la Loi à plusieurs égards.

17.2 Récentes modifications apportées à la LCSA

Les récentes modifications apportées à la LCSA assouplissent les règles relatives à la sollicitation de procurations. La règle de base demeure qu'une personne ne doit pas solliciter de procurations sans d'abord préparer, déposer et envoyer une circulaire de procuration en la forme prescrite[382]. Cependant, à l'heure actuelle, une « sollicitation » ne comprend pas :

(a) l'annonce publique (telle qu'un discours prononcé lors d'un forum public ou dans le cadre d'un communiqué de presse) par un actionnaire de ses intentions de vote, avec motifs à l'appui[383];

(b) toute communication, autre qu'une sollicitation par la direction, faite aux actionnaires dans les circonstances prescrites[384].

Une autre réforme de la LCSA permet à un actionnaire dissident de solliciter des procurations sans préparer et envoyer une circulaire de procuration aux actionnaires si la sollicitation est, dans les circonstances prévues par le règlement, transmise par diffusion publique, discours ou

---

379 La Loi, article 84.

380 Deux dispenses qui ne sont pas examinées ici sont contenues dans les paragraphes 86(2) et 86(3) de la Loi.

381 La Loi, paragraphe 88(1). La disposition stipule que « si un émetteur assujetti satisfait aux exigences des lois de l'autorité législative aux termes desquelles il a été constitué en personne morale, organisé ou maintenu et que ces exigences sont sensiblement semblables à celles de la présente partie, ces dernières ne s'appliquent pas ».

382 LCSA, par. 150(1).

383 LCSA, alinéa 147(b)(v) et Règlement sur les sociétés par action de régime fédéral, 2001 (DORS/2001-512), alinéas 67 (a) et (b).

384 *Ibid.*, sous-disposition 147(b)(vii).

publication[385]. Les sollicitations transmises par ces moyens doivent contenir de l'information concernant l'identité de l'actionnaire, son pourcentage de participation et ses intérêts dans la question pour laquelle une procuration est sollicitée[386]. Avant de diffuser l'annonce ou l'autre forme de communication, il faut la faire parvenir seulement au directeur en vertu de la LCSA et à la société[387].

Les modifications apportées à la LCSA sont conformes aux règles adoptées par la Commission des valeurs mobilières des États-Unis (SEC) en 1992 concernant la sollicitation de procurations. La SEC craignait que toute opinion exprimée concernant une société puisse être considérée comme une sollicitation de procurations. À son avis, « les règles fédérales relatives aux procurations [avaient] créé inutilement des obstacles réglementaires à la communication entre les actionnaires et d'autres parties et à l'utilisation efficace des droits de vote des actionnaires »[388]. La SEC mentionnait en particulier les éditoriaux dans les journaux, les discours publics et les commentaires à la télévision comme des communications qui pourraient être considérées comme des sollicitations réglementées[389]. La SEC a adopté des modifications en vue d'éliminer les obstacles réglementaires qui empêchaient les actionnaires d'échanger leurs opinions au sujet du rendement et des activités de la direction.

17.3 La nécessité de la réforme en Ontario

Il est essentiel que les actionnaires puissent communiquer entre eux. Comme l'a mentionné le Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario dans son exposé présenté au Comité sénatorial permanent des banques et du commerce :

> Les actionnaires doivent être informés. Ils doivent continuellement effectuer des recherches sur la société. Ils doivent examiner les politiques, les prévisions et les décisions. Lorsque des décisions discutables sont prises, ils doivent pouvoir exprimer leurs réserves... Les actionnaires doivent parler avec de nombreux intervenants du marché. Ils doivent communiquer entre eux afin de savoir si leurs opinions sont largement partagées ou si elles sont minoritaires. Ils doivent pouvoir communiquer avec la société en tant qu'individus ou en tant que groupe. Lorsqu'un problème survient, ils doivent être capables de discuter de leurs préoccupations; lorsqu'une proposition de la société doit être contestée, ils doivent être en mesure d'agir. Les règles canadiennes en matière de procuration... créent des obstacles importants à ce type de communication continue et informelle entre les actionnaires... Le résultat est préjudiciable aux actionnaires, aux sociétés et à l'intégrité du processus en soi[390].

---

385 *Ibid.*, paragraphe 150(1.2).

386 Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral, 2001, précité à la note 383, paragraphe 69(1) et alinéas 61(a) à (d).

387 *Ibid.*, paragraphe 69(2).

388 SEC, *Regulation of Communications Among Shareholders*, 17 CFR, parties 240 et 249, communiqué no 34-31326170 (22 octobre 1992).

389 *Ibid.*

390 Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, « Régie des sociétés » (août 1996), en ligne : http://www.parl.gc.ca/english/senate/com-e/bank-3/rep-e/cgo-e.htm à 49-50.

Le Comité craint que les règles actuelles relatives à la sollicitation de procurations dans les lois sur les valeurs mobilières soient trop contraignantes puisqu'elles risquent de limiter les communications entre les investisseurs. Nous notons, par exemple, les problèmes d'interprétation du terme « sollicitation », qui s'applique aux communications raisonnablement « concertées en vue de l'obtention, du refus ou de la révocation d'une procuration »[391]. En outre, étant donné que ces difficultés d'interprétation ont été éliminées de la LCSA, le fait que ces règles existent toujours dans la LSAO et la Loi a rendu la tâche plus difficile aux actionnaires pour déterminer s'ils peuvent communiquer entre eux. Comme l'a fait remarquer l'un des intervenants : « Maintenant que la LCSA a été modifiée, le doute quelle est censée éliminer sera exacerbé, par comparaison, dans la Loi et la LSAO.[392] »

Dans le rapport préliminaire, nous avons indiqué notre appui aux modifications apportées à la LCSA et recommandé que la partie XIX de la Loi soit modifiée de façon comparable. Nous recommandions également que des améliorations semblables soient apportées à la LSAO afin que les sociétés constituées en vertu de cette loi soient assujetties au même régime que celles constituées en vertu de la LCSA. Nous avons en outre suggéré que, dans la mesure du possible, on incorpore par renvoi dans la Loi les exigences relatives à la sollicitation de procurations prévues dans d'autres lois, comme les lois provinciale et fédérales sur les sociétés.

La majorité des observations que nous avons reçues concernant notre recommandation y étaient favorables et appuient l'idée de faciliter la communication entre les actionnaires[393]. L'un des intervenants s'est dit en désaccord avec la recommandation, croyant qu'il est préférable de s'occuper des questions relatives à la sollicitation de procurations au moyen de mesures législatives sur les sociétés[394]. Cependant, les communications entre l'émetteur et l'actionnaire relèvent à juste titre des responsables de la réglementation des valeurs mobilières étant donné l'importance de la divulgation par les émetteurs pour le fonctionnement efficient des marchés financiers. En outre, puisque les règles sur les procurations sont actuellement incluses dans les lois sur les valeurs mobilières, nous continuons de croire que les règles contenues dans les lois sur les sociétés et sur les valeurs mobilières devraient être identiques, à la fois pour faciliter la

---

391 La Loi, clause 84(c); LCSA, clause 14(c); LOSA, clause 109(c).

392 Voir la lettre d'observations de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l.

393 Voir les lettres d'observations de l'Association des conseillers en gestion de portefeuille du Canada, de Torys s.r.l., du Régime de retraite des enseignantes et enseignants de l'Ontario et de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l.

394 Voir la lettre d'observations de l'Association des banquiers canadiens.

communication entre les actionnaires et pour éliminer les difficultés d'interprétation des règles actuelles prises en application de la Loi et de la LSAO[395].

Recommandation :

Nous soutenons les réformes apportées à la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (LCSA) concernant les sollicitations de procurations. Nous recommandons vivement que la Partie XIX de la Loi soit aussi modifiée afin de s'assurer que les actionnaires sont en mesure de communiquer entre eux dans des circonstances prescrites sans devoir déposer une circulaire d'information. Nous recommandons également que la Commission fasse un travail de coordination avec le gouvernement provincial afin de s'assurer que les modifications adoptées dans le cadre de la LSAO et de la Loi sont uniformes. De plus, nous exhortons la Commission à examiner si elle est habilitée ou non à incorporer par renvoi les exigences d'une autre loi canadienne telle que la *Loi sur les sociétés par actions de l'Ontario* ou la LCSA, en ce qui concerne les sollicitations de procurations, plutôt que de devoir énoncer expressément les règles dans la Loi.

17.4 Communications avec et entre les actionnaires dans le contexte d'une offre publique d'achat

Le Comité s'est également penché sur les règles concernant les communications avec et entre les actionnaires dans le contexte d'une offre publique d'achat. Le Comité a examiné les modifications aux règles relatives à la sollicitation de procurations que la SEC a adoptées en 2000[396]. Ces modifications ont été apportées à la suite de l'augmentation des fusions et d'autres opérations d'acquisition qui comprenaient des sollicitations de procurations ou de consentement. La SEC a noté que les progrès technologiques ont permis d'accroître et d'accélérer les communications avec les détenteurs de valeurs mobilières et les marchés. Par conséquent, la SEC a mis en œuvre de nouvelles règles visant à :

- assouplir les contraintes actuelles relatives aux communications verbales et écrites avec les détenteurs de valeurs mobilières en permettant la diffusion opportune d'une plus grande quantité d'information, à condition que les communications écrites soient déposées à la date à laquelle elles sont utilisées pour la première fois;

---

395 En juin 2002, un certain nombre des plus importants régimes de retraite, fonds communs et experts financiers du Canada ont créé la Coalition canadienne pour une bonne gouvernance dans le but de « se battre pour l'amélioration de la gouvernance au sein des sociétés canadiennes ». Claude Lamoureux, président et chef de direction du Régime de retraite des enseignantes et enseignants de l'Ontario, l'un des membres organisateurs, a déclaré que cette coalition avait pu être formée parce que les modifications apportées à la LSCA « permettent aux investisseurs institutionnels de travailler en collaboration avec les actionnaires » et de partager des renseignements afin de prendre l'initiative de tenir la haute direction responsable de la croissance d'une société. Consulter le site www.otpp.com/web/website.nsf/web/CoalitionforCorpGov. La création de cette coalition représente un exemple positif des répercussions pratiques des modifications apportées à la LCSA en ce qui a trait à la communication entre les actionnaires.

396 SEC, *Regulation off Takeovers and Security Holder Communications*, 17 CFR, parties 200, 229, 230, 232, 239 et 240, communiqué n° 33-7760, 34-420055.

- permettre un plus grand nombre de communications avant le dépôt d'une déclaration d'inscription relativement à une offre publique d'achat ou à une fusion;
- permettre un plus grand nombre de communications avant le dépôt d'une circulaire de procuration (dans le cas ou non d'une fusion d'entreprises);
- permettre un plus grand nombre de communications concernant une offre publique d'achat proposée sans « introduire » l'offre et exiger le dépôt et la diffusion d'information particulière[397].

Le Comité encourage la Commission et les autres membres des ACVM à tenter de déterminer si les mesures législatives sur les offres publiques d'achat devraient également être revues en fonction des règles de la SEC, afin de rendre les communications possibles avec et entre les actionnaires dans des circonstances moins contraignantes.

Recommandation :

Nous recommandons que la Commission, avec la participation des ACVM, effectue une étude complémentaire pour déterminer s'il y a lieu d'apporter des modifications aux mesures législatives sur les valeurs mobilières afin d'assouplir les exigences relatives aux communications avec et entre les actionnaires, dans le contexte d'une offre publique d'achat.

---

397 *Ibid.*, à 61408-61409.

CHAPITRE 18
RÉGLEMENTATION DES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT

La plupart des territoires de compétence des ACVM, y compris l'Ontario, ont adopté des lois donnant effet aux recommandations du Comité Zimmerman[398]. Par conséquent, le Comité n'a cerné que quelques domaines de réglementation des offres publiques d'achat qui nécessitent un examen pour le moment.

18.1 Arrangements et offres publiques d'achat

Le Comité a examiné la question de savoir si les dispositions relatives aux offres publiques d'achat devraient être élargies afin de comprendre les opérations qui ne sont pas structurées comme des offres publiques d'achat, mais qui obtiennent le même résultat, telles que les arrangements visant la prise de contrôle d'une société. La CVMQ a publié un avis pour obtenir des commentaires à l'égard de cette question en 2001[399].

Certains ont avancé que lorsqu'un arrangement pourrait aboutir à des résultats importants semblables à ceux d'une offre publique d'achat, les parties en cause devraient alors être tenues de se conformer aux règles régissant les offres publiques d'achat. Cependant, nous avons constaté que les arrangements déclenchent une série de garanties différentes de celles qui sont associées aux offres publiques d'achat. Par exemple, dans le contexte d'une offre publique d'achat, l'offrant transige directement avec les actionnaires de la société visée et les règles telles que la disposition de considération identique empêchent l'offrant de faire une distinction entre eux. Si une opération est structurée sous forme de fusion ou d'arrangement, le conseil d'administration de la société visée négocie et approuve l'opération. Les actionnaires doivent approuver l'arrangement par une majorité des deux tiers des voix et des votes par catégorie distincte d'actions sont possibles dans bien des cas. Un plan d'arrangement est également assujetti à l'agrément du tribunal et les actionnaires de la société visée obtiennent un droit à la dissidence s'ils estiment que la valeur de l'offre n'est pas juste. Les deux types d'opérations ne doivent pas être réglementés de la même manière. Nous croyons que chaque opération ainsi que les moyens législatifs pour la réaliser doivent être équitables pour toutes les parties intéressées. Nous croyons qu'il est important de réaliser un juste équilibre entre la volonté de protéger le public investisseur et l'objectif de politique publique qui consiste à maintenir un régime réglementaire souple offrant aux parties la liberté de structurer les opérations en fonction de leurs objectifs commerciaux. En outre, la Commission peut exercer en tout temps sa compétence

---

398 Le Comité Zimmerman, composé de membres de l'ACCOVAM, a été mis sur pied dans le but d'examiner les délais pour les offres publiques d'achat. Le Comité Zimmerman a publié un rapport en 1996 qui recommandait certains changements dans la réglementation des offres publiques d'achat.

399 CVMQ, Bulletin hebdomadaire 2001-06-29, vol. xxxii, n° 26.

relative à l'intérêt public, en vertu de l'article 127 de la Loi, lorsque l'opération constitue un abus.

Recommandation :

Rien ne nous porte à croire qu'il est nécessaire de réglementer de façon identique les diverses ententes et les offres publiques d'achat. Compte tenu de l'intérêt public, nous considérons que les parties engagées dans des opérations commerciales devraient avoir la liberté de structurer les opérations en fonction de leurs objectifs commerciaux, dans la mesure où ces opérations, ainsi que les mesures législatives qui les régissent, sont équitables pour toutes les parties concernées.

18.2 Pilules empoisonnées

La tactique défensive la plus répandue est le régime de droits des actionnaires, habituellement appelé « pilule empoisonnée ». Les pilules empoisonnées sont parfois utilisées en cas d'offre d'achat visant la mainmise ou elles peuvent être mises en place lorsqu'il n'y a pas d'offre en instance. Les pilules empoisonnées sont rarement, sinon jamais, activées. Elles sont utilisées pour négocier et prolonger le délai dont dispose le conseil d'administration de la société visée pour faire appel à d'autres offres. Dans le contexte d'une offre hostile, il est peu probable que la société visée et l'offrant conviennent du moment pour désactiver la pilule et permettre à l'offre d'aller de l'avant.

Souvent, des audiences de la Commission sont convoquées dans le contexte d'offres d'achat hostiles afin que la Commission puisse déterminer si le « moment est venu de désactiver la pilule » et de permettre à l'offre d'aller de l'avant. Ces audiences mettent à contribution des ressources considérables et entraînent des coûts importants. Nous faisons remarquer que des directives quant au moment de désactiver la pilule sont issues de décisions rendues à la suite d'audiences particulières concernant des pilules empoisonnées. Dans notre rapport préliminaire, nous avons recommandé que la Commission envisage de regrouper l'expérience et les directives qui sont ressorties de ces audiences en préparant une déclaration de principes précisant les éléments qui doivent être pris en compte en ce qui a trait au moment où une pilule empoisonnée devrait être désactivée dans le cadre d'une offre publique d'achat.

Un observateur a manifesté son désaccord à l'égard de cette recommandation, estimant qu'une telle déclaration de principes est à la fois inutile et inappropriée[400]. Cet observateur a en outre suggéré que la Commission repense sa démarche « interventionniste » envers les régimes de droits, puisque, notamment, cette démarche a créé des règles du jeu inégales entre le Canada et les États-Unis et a grandement désavantagé les sociétés canadiennes par rapport à leurs homologues américaines :

---

[400] Voir la lettre d'observations de Davies, Ward, Phillips & Vineberg s.r.l.

> Il suffit de comparer la situation d'une société canadienne visée par une entreprise américaine dans le but d'une fusion (la société visée ne pourrait probablement pas recourir à des défenses structurales pour repousser une offre non désirée pendant plus qu'une brève période en raison de la démarche interventionniste des commissions canadiennes des valeurs mobilières) avec celle d'une société américaine visée par une entreprise canadienne dans le même but (la société visée pourrait fort bien recourir à ses défenses structurales pendant une longue période ou même pendant une période indéterminée en raison de la démarche très différente qui est adoptée par la SEC à l'égard des offres non sollicitées). Nous croyons que ces règles du jeu inégales entre les sociétés canadiennes et américaines ne peuvent pas être justifiées et qu'elles constituent un facteur important du « creusement » du monde des entreprises canadiennes, qui a récemment fait l'objet de commentaires publics du chef de la direction de la Banque Royale du Canada.

Nous soulignons avec intérêt le point soulevé par l'observateur relativement à la différence qui existe entre le Canada et les États-Unis en ce qui a trait à la démarche réglementaire utilisée à l'égard des pilules empoisonnées. Néanmoins, pour ce qui est de notre recommandation touchant la déclaration de principes, nous ne sommes pas d'accord avec le fait qu'elle serait inutile ou inappropriée. Nous reconnaissons que chaque offre doit tenir compte des faits et, même si le nombre d'audiences concernant des pilules empoisonnées semble avoir diminué récemment, nous croyons qu'une politique générale élaborée à partir des directives issues de ces décisions pourrait être utile pour éliminer à l'avenir les audiences visant à déterminer le moment où l'on peut désactiver une pilule empoisonnée. Cela devrait entraîner en retour la diminution des demandes d'intervention des organismes de réglementation des valeurs mobilières au cas par cas, ce que l'observateur approuve.

Recommandation :

Nous recommandons que la Commission prépare une déclaration de principes établissant des directives quant aux facteurs qui doivent être pris en compte pour déterminer le moment où l'on devrait désactiver une pilule empoisonnée dans le cadre d'une offre publique d'achat.

18.3 Frais de rupture

Les frais de rupture sont des frais négociés entre la société visée par une offre publique d'achat et un offrant afin de motiver l'offrant à faire une offre visant l'acquisition des actions de la société visée. Les frais sont payés à l'offrant si le conseil d'administration de la société visée recommande d'accepter une offre concurrentielle. Les frais de rupture sont souvent de 2 % à 4 % de la valeur de la société visée, ajoutant ainsi de 2 % à 4 % au coût de l'acquisition de la société visée par un autre offrant.

Les offrants qui négocient des frais de rupture affirment que ceux-ci constituent une motivation qui leur est nécessaire pour faire une offre. Ceux qui s'y opposent soutiennent que les éléments d'actif de la société visée (sous forme d'espèces) sont utilisés de façon non justifiée afin de préférer une offre à une autre.

Actuellement, l'utilisation de frais de rupture en tant que tactique défensive n'est pas réglementée par la Commission. Un commentateur du rapport préliminaire a estimé que ces frais devraient être réglementés par la Commission :

> Nous croyons fermement que l'intégration de frais de rupture très élevés à une offre publique d'achat (ou à un plan d'arrangement) est contraire à l'intérêt public, de la même façon qu'une pilule empoisonnée. La Commission n'a rien à dire à propos de l'annulation des ententes sur les droits des actionnaires qui protègent la direction et qui, ce faisant, permettent aux actionnaires de décider finalement de la réussite ou de l'échec d'une offre. Nous croyons que les frais de rupture peuvent avoir la même incidence sur le processus de vente aux enchères qu'une pilule empoisonnée[401].

Par ailleurs, d'autres personnes ne croient pas que la Commission soit le forum indiqué pour entendre les différends au sujet des frais de rupture. À leur avis, c'est uniquement le conseil d'administration de la société visée qui devrait décider si les frais de rupture constituent un paiement approprié dans les circonstances.

Les frais de rupture ne sont pas intrinsèquement délictueux; cela dépend des fins auxquelles ils sont utilisés. La Commission peut et devrait exercer sa compétence en matière d'intérêt public dans les circonstances appropriées. Bien que nous soyons d'avis qu'il peut y avoir des situations où, selon les faits entourant la négociation de frais de rupture particuliers, la compétence de la Commission en matière d'intérêt public puisse être engagée, nous ne croyons pas que l'utilisation de frais de rupture devrait faire l'objet d'une seule norme réglementaire.

18.4 Offres partielles

Une offre partielle est une offre d'achat visant la mainmise par un offrant sur une partie seulement des actions en circulation de la société visée. L'objet de l'offre partielle est de permettre à l'offrant d'acquérir une participation suffisamment importante dans la société visée pour obtenir le contrôle *de facto* ou exercer une influence appréciable sur la société visée, sans devoir acheter toutes les actions de la société visée dont il n'est pas propriétaire.

Les offres d'achat visant la mainmise partielle ne sont pas interdites par les lois de l'Ontario sur les valeurs mobilières, ni par les lois sur les valeurs mobilières des autres provinces et territoires du Canada. Dans la mesure où une offre partielle constitue une offre d'achat aux fins de la Partie XX de la Loi, elle doit être faite conformément au régime des offres d'achat visant la mainmise énoncé dans la Partie XX; toutefois, rien dans la Partie XX ne stipule qu'une offre d'achat proposée doit porter sur la totalité des actions émises et en circulation que l'offrant ne détient pas à ce moment. À cet égard, la réglementation canadienne des offres d'achat visant la mainmise est comparable à la réglementation adoptée aux États-Unis, où les offres partielles sont également autorisées. À l'inverse, au Royaume-Uni, les lois prévoient que le comité sur les

---

401 Voir la lettre d'observations du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario.

offres d'achat visant la mainmise et les fusions doit approuver toute offre partielle, et une offre qui permettrait à l'offrant de se porter acquéreur de plus de 30 p. 100 des actions émises et en circulation doit recevoir l'approbation des actionnaires qui détiennent plus de 50 p. 100 des titres avec droit de vote qui ne sont pas détenus par l'offrant.

Il existe deux écoles de pensée à l'égard des offres partielles. Une de ces écoles a tendance à considérer ces offres comme coercitives étant donné qu'une fois que l'offre partielle est conclue, les actions sont moins liquides puisque moins d'actions continuent d'être négociées sur le marché public. En outre, il est peu probable qu'un autre offrant soumette une offre pour se porter acquéreur du reste des actions de la société étant donné la position de propriété dominante de l'offrant. Enfin, dans les situations où l'offrant détient plus de 50 p. 100 des actions de la société visée après la conclusion d'une offre partielle, les actions qui restent représenteront une position minoritaire dans la société. Pour ces raisons, les critiques des offres partielles craignent que les actionnaires se sentent contraints de vendre leurs actions dans le cadre d'une offre partielle afin de réaliser au moins un certain profit et que, par conséquent, ils ne soient pas capables de juger l'offre selon ses mérites[402].

L'autre école de pensée estime que les offres partielles ne sont pas fondamentalement coercitives. Les actionnaires ont la compétence voulue pour prendre leurs propres décisions à l'égard d'une offre d'achat, partielle ou autre. Il est important de faciliter les opérations de changement de contrôle qui permettent aux actionnaires d'exercer une influence sur l'issue de l'opération en décidant de répondre ou non à une offre.

La Commission a eu l'occasion d'examiner des offres partielles dans le contexte de certaines audiences concernant des pilules empoisonnées. Dans *In the Matter of Ivanhoe III Inc. and Cambridge Shopping Centres Limited*[403], la Commission a reconnu que les offres partielles pouvaient être coercitives et a accordé un délai supplémentaire afin de permettre à la pilule empoisonnée (que Cambridge avait mise en place en réponse à l'offre partielle) de fonctionner. Deux ans plus tard, dans *In the Matter of Chapters Inc. and Trilogy Retail Enterprises L.P.*[404], la Commission a étudié la question de savoir si une pilule mise en place par Chapters face à une offre partielle de Trilogy pouvait demeurer en place jusqu'à ce qu'une offre subséquente pour toutes les actions en circulation, présentée par un chevalier blanc, soit préparée et postée aux actionnaires de Chapters. Dans sa décision, la Commission a nuancé sa décision dans l'affaire *Ivanhoe* en faisant remarquer que, même si dans ce cas elle était d'accord « en général » avec l'opinion selon laquelle les offres partielles sont coercitives, « Chapters ne peut pas simplement invoquer l'affaire Ivanhoe comme établissant le principe que les offres partielles sont automatiquement coercitives ». Dans la situation de Chapters, la Commission n'était pas

---

402 Voir *In the Matter of Ivanhoe III Inc.and Cambridge Shopping Centres Limited* (1999), 22 OSCB 1327 à 1329.

403 *Ibid.*

404 (2001), 24 OSCB 1064 et 1663.

convaincue que l'offre aurait pour effet de diminuer la liquidité du marché ou la valeur de l'intérêt minoritaire. Les décisions de la Commission dans les affaires *Ivanhoe* et *Chapters* laissent supposer une certaine volonté de la part de l'organisme de réglementation de continuer à permettre les offres partielles, mais de traiter au cas par cas les allégations de coercition dans ce contexte.

Dans le rapport préliminaire, nous avons indiqué notre désir d'obtenir des commentaires sur la question de savoir si la démarche réglementaire en Ontario relative aux offres d'achat visant la mainmise partielle devrait être modifiée et, le cas échéant, sur la nature des nouvelles mesures réglementaires. Nous avons obtenu deux réponses[405]. La première reconnaissait qu'il se peut que les actionnaires d'une société visée aient à prendre en compte des facteurs différents lorsqu'ils décident de répondre ou non à une offre partielle ou à une offre portant sur la totalité des actions de la société[406]. Selon le commentateur, l'intérêt public n'exige pas actuellement qu'il faille absolument protéger les actionnaires d'une société visée et changer la structure réglementaire actuelle relative aux offres publiques d'achat. Il a suggéré que les ACVM entreprennent une étude éclairée de la question. De façon générale, l'autre commentateur n'a pas appuyé la réglementation supplémentaire des offres partielles.

Nous n'avons cerné aucun besoin d'apporter des modifications législatives dans ce domaine. Par conséquent, nous ne faisons aucune recommandation à l'égard de la réglementation des offres partielles.

18.5 Offres d'achat restreintes

Les offres d'achat restreintes sont des offres diffusées à grande échelle en vue d'acquérir moins de 20 p. 100 des titres en circulation d'une catégorie d'actions, généralement à un prix inférieur au cours du marché de ces actions. Étant donné que le promoteur d'une offre d'achat restreinte veut se porter acquéreur de moins de 20 p. 100 des actions, il échappe aux dispositions de la Partie XX de la Loi, qui impose des règlements régissant les pratiques concernant les offres publiques d'achat. Le Comité a tenté de déterminer si les « offres d'achat restreintes » devraient être réglementées par la Commission.

En 1999, le personnel des ACVM a publié un avis traitant de ses préoccupations et formulant ses recommandations au sujet des offres d'achat restreintes[407]. Cet avis portait essentiellement sur les offres d'achat restreintes potentiellement abusives, lorsque les investisseurs ne savent pas qu'ils vendent leurs actions à un prix inférieur au cours du marché dans le cadre d'une offre qui n'est

---

405 Voir les lettres d'observations de Fasken, Martineau, DuMoulin s.r.l. et de Davies, Ward, Phillips & Vineberg s.r.l.

406 Voir la lettre d'observations de Fasken, Martineau, DuMoulin s.r.l.

407 Avis du personnel des ACVM 61-301, *Staff Guidance on the Practice of Mini-Tenders* (1999), 22 OSCB 7797 (« l'avis concernant les offres d'achat restreintes »).

pas réglementée par les lois provinciales sur les valeurs mobilières. Le personnel a recommandé que les offres d'achat restreintes soient accompagnées de l'information suivante : le marché principal sur lequel les titres visés par l'offre sont négociés, un avertissement relatif au fait que le prix offert est inférieur au cours des titres sur le marché et une mention à l'effet que les actionnaires devraient consulter leur conseiller financier.

Nous ne croyons pas qu'il soit nécessaire d'apporter des modifications législatives pour aborder la question des offres d'achat restreintes. Nous pensons que le mécanisme le plus efficace pour traiter les pratiques inappropriées ou abusives relativement à de telles offres est d'éduquer les investisseurs et de prendre les mesures qui s'imposent dans les cas appropriés[408]. Dans notre rapport préliminaire, nous avons recommandé que la Loi soit modifiée en ajoutant une disposition qui interdirait la manipulation du marché et les pratiques frauduleuses. Les Modifications de 2002 renferment une disposition de ce genre. Nous croyons que cette disposition permettra à la Commission de traiter les offres d'achat restreintes qui sont faites de manière abusive, trompeuse ou irrégulière. Nous notons également que les préoccupations portant sur les offres d'achat restreintes semblent avoir diminué dans une certaine mesure depuis la publication de l'avis concernant ces offres.

18.6 Valeurs convertibles

Le Comité a également examiné l'application aux valeurs convertibles des règles officielles relatives aux offres d'achat visant la mainmise. La disposition anti-échappatoire contenue dans l'article 92 de la Loi prévoit qu'une offre d'acquisition sera « interprétée de façon à inclure une offre d'acquisition directe ou indirecte, ou l'acquisition ou la propriété directe ou indirecte de valeurs mobilières... ». L'interprétation de cette disposition ne permet pas d'établir clairement à quel moment un achat de débentures convertibles constitue en fait l'achat des actions sous-jacentes et non de la débenture. Cette question a des conséquences sur l'interprétation et l'application des autres dispositions de la Partie XX de la Loi. Par exemple, si une offre d'acquisition de valeurs convertibles est une offre d'acquisition des actions sous-jacentes, le prix offert pour les valeurs convertibles doit-il être identique au prix offert pour les actions ordinaires dans l'offre directe présentée aux détenteurs d'actions ordinaires[409]?

Soulignons que l'interprétation de l'article 92 soulève des opinions divergentes dans les milieux juridiques. Les uns soutiennent qu'il est nécessaire de déterminer l'intention véritable de l'offrant qui achète les valeurs convertibles. Si l'intention est d'acquérir les actions sous-jacentes, dans ce cas, l'offre pour les valeurs convertibles sera considérée comme une offre pour les actions sous-jacentes. Il n'est pas nécessaire de réglementer toutes les acquisitions de dettes

---

408 Dans le communiqué n° 34-43069, IC-24564, *Commission Guidance on Mini-Tender Offers and Limited Partnership Offers*, la SEC donne des exemples de certaines pratiques en matière d'offres d'achat restreintes qui peuvent s'avérer frauduleuses, irrégulières ou manipulatrices au sens du paragraphe 14(e) de l'*Exchange Act*.

409 Voir William Ainley, *Legal Development in Canadian M&A Practice* (Toronto, Insight Information Co., 2000).

convertibles comme des offres d'achat visant la mainmise, mais la Commission doit plutôt exercer sa compétence en matière d'intérêt public dans les rares cas d'abus[410]. Les autres jugent le critère subjectif inacceptable et croient qu'il est nécessaire de préciser dans quelles circonstances une offre d'acquisition d'une dette convertible est une offre d'acquisition des actions sous-jacentes.

Nous sommes enclins à penser qu'il ne serait pas réellement utile d'énoncer une certitude absolue à cet égard. L'objet qui sous-tend l'acquisition de valeurs convertibles variera d'une opération à l'autre. De plus, chaque opération doit être analysée dans le contexte des circonstances, des faits et des détails commerciaux qui s'y rapportent afin de déterminer l'objectif de l'opération et la véritable intention des personnes qui l'ont conçue et d'établir si elle devrait ou non se conformer aux règles portant sur les offres publiques d'achat.

410 Voir la lettre d'observations sur la Liste des questions de fond de James Turner.

CHAPITRE 19
GESTION DES FONDS MUTUELS

Dans le cadre de notre examen en vue de déterminer si des modifications devraient être apportées à la réglementation sur les fonds mutuels, nous nous sommes concentrés principalement sur la gestion de ces fonds.

19.1 Contexte

Un fonds mutuel est un instrument de placement offert aux investisseurs particuliers. Les avoirs des investisseurs sont mis en commun dans un portefeuille et sont administrés par des gestionnaires financiers professionnels.

Les fonds mutuels sont organisés et commercialisés par une société qui est généralement nommée « gestionnaire de fonds mutuel » ou « gestionnaire ». En établissant un fonds mutuel, le gestionnaire organise le fonds, prend les dispositions nécessaires pour préparer et déposer les documents relatifs à l'offre des parts dans le fonds et pour les faire approuver par les organismes de réglementation des valeurs mobilières dans chaque province où le fonds est offert aux particuliers, et assume les responsabilités de gestion, d'administration et d'investissement associées à l'exploitation courante du fonds. Le gestionnaire peut fournir ces services directement ou par l'intermédiaire de sous-traitants. Le fonds mutuel verse des honoraires au gestionnaire en échange de ces services.

Des conflits d'intérêts dans le secteur des fonds mutuels peuvent découler du fait que le gestionnaire est une entité distincte du fonds mutuel en soi et qu'il est en affaires pour réaliser des bénéfices pour ses actionnaires en exerçant sa fonction de gestion. Ceci peut placer le gestionnaire en situation de conflit d'intérêts lorsqu'il prend des décisions concernant la gestion du fonds, puisque certaines décisions qui sont avantageuses pour le gestionnaire et ses actionnaires ne servent pas nécessairement les intérêts des investisseurs dans le fonds[411]. Les conflits d'intérêts sont aggravés lorsque les gestionnaires administrent plusieurs fonds à la fois[412]. Les questions à se poser dans ce cas sont : qui a la responsabilité de protéger les intérêts du fonds mutuel et peut-on raisonnablement s'attendre à ce que le gestionnaire tienne ce rôle?

---

411 Par exemple, en déterminant la ventilation des frais entre le gestionnaire et un fonds, le gestionnaire pourrait être tenté de considérer comme des dépenses du fonds certains frais qui correspondent davantage à des dépenses du gestionnaire qui s'acquitte de ses obligations envers le fonds. Ou, si un fonds produit un rendement insatisfaisant, le portefeuilliste devrait peut-être être congédié, mais si celui-ci est affilié au gestionnaire et procure des honoraires additionnels au groupe de gestion pour ses services, le gestionnaire pourrait être peu enclin à s'en séparer.

412 Par exemple, un gestionnaire pourrait décider d'affecter plus de ressources à des fonds qui ont produit par le passé de meilleurs rendements et délaisser en fait les fonds qui offrent des rendements moins intéressants.

La loi ne contient présentement aucune exigence en vue de s'assurer qu'un intervenant dans un groupe de fonds mutuels, n'ayant aucun lien avec le gestionnaire du fonds mutuel, a la responsabilité de veiller à ce que le gestionnaire tienne compte des intérêts des participants[413]. Un investisseur dans un fonds mutuel n'a aucun recours s'il est mécontent du rendement de la société de gestion, à part quitter le fonds mutuel, une décision qui entraînera généralement des conséquences économiques défavorables.

La gestion des fonds mutuels a fait l'objet d'un certain nombre d'études au Canada au cours des 35 dernières années. Même si toutes ces études ont reconnu l'importance d'une surveillance indépendante à ce chapitre, elles ont abouti à différentes conclusions quant à la nécessité de stipuler cette exigence par voie législative.

Le *Report of the Canadian Committee on Mutual Funds and Investment Contracts* (le « rapport de 1969 ») soulignait qu'il y avait certains types de risques que les investisseurs dans les fonds mutuels ne seraient pas généralement présumés avoir acceptés en prenant leurs décisions de placement, notamment les risques découlant de l'absence d'une surveillance indépendante. Selon le rapport de 1969 :

> La meilleure protection contre les types de risques qui sont envisagés dans ce cas serait un arrangement selon lequel les opérations de la société de gestion et de la société de placement seraient soumises à un examen indépendant, minutieux et constant. Cet examen pourrait être réalisé par les investisseurs dans le fonds mutuel ou par un mandataire agissant en leur nom; ce qui est essentiel, c'est que la méthode utilisée soit efficace, mais qu'elle n'entrave pas indûment la liberté de la direction de prendre des décisions de placement[414].

Cependant, le rapport de 1969 n'est pas allé jusqu'à recommander que la loi exige que chaque fonds mutuel soit doté d'un conseil d'administration ou d'un organisme équivalent, ou qu'un pourcentage particulier de membres de tels organismes soient indépendants de la direction, même s'il proposait que cette structure soit adoptée volontairement.

Un rapport préparé en 1974 pour le ministère de la Consommation et des Affaires commerciales et portant sur la question de savoir si un système de gestion de fonds était nécessaire dans l'industrie canadienne des fonds mutuels a conclu que :

> Sauf dans des circonstances spéciales, le fonds mutuel ne devrait pas être traité comme une entité distincte de son gestionnaire de placement et nécessitant un conseil d'administration distinct[415].

---

413 Toutefois, l'article 116 de la Loi stipule que « la personne ou la compagnie chargée de la gestion d'un fonds mutuel exerce les pouvoirs et s'acquitte des fonctions de son poste avec honnêteté, bonne foi et au mieux des intérêts du fonds mutuel, avec la prudence, la diligence et la compétence dont ferait preuve une personne d'une prudence raisonnable placée dans des circonstances semblables ».

414 *Report of the Canadian Committee on Mutual Funds and Investment Contracts – Provincial and Federal Study* (Ottawa, Imprimeur de la Reine, 1969), 151.

415 J.C. Baillie et W.M.H. Grover, *Proposals for a Mutual Fund Law for Canada*, vol. I et II, Consommation et Affaires commerciales (Ottawa, Information Canada, 1974) [ci-après nommé Propositions de 1974], dans le vol. I, 3-4.

Des rapports plus récents appuient fortement l'adoption d'un régime de gestion des fonds au Canada. Dans *Regulatory Strategies for the Mid-90's : Recommendations for Regulating Mutual Funds in Canada* (le « Rapport Stromberg »), la commissaire Stromberg déclarait :

> Il y a un défaut inhérent à une structure qui permet que toutes les fonctions associées à un fonds d'investissement soient accomplies par des entités apparentées selon des conditions qui sont en fait imposées unilatéralement, sans aucun examen par des entités indépendantes qui en évaluent les mérites seulement en fonction des intérêts supérieurs du fonds d'investissement et de ses investisseurs.
>
> Dans la structure actuelle, il n'y a personne dont l'unique responsabilité est de protéger les intérêts des investisseurs et il n'est pas clair que la principale obligation du gestionnaire du fonds d'investissement est de placer les intérêts de ses fonds d'investissement parrainés avant tout autre intérêt... Les sociétés de fonds d'investissement visent avant tout à gagner une part de marché et à en faire bénéficier leurs actionnaires et les autres parties intéressées. Ils ne se concentrent pas exclusivement sur leurs obligations envers leurs fonds d'investissement parrainés[416].

Par conséquent, le Rapport Stromberg recommandait entre autres que chaque fonds d'investissement soit tenu de se doter d'un conseil d'administration indépendant. La commissaire Stromberg déclarait :

> Je crois que cette [recommandation] est justifiée étant donné la relation unique qui existe entre le fonds d'investissement et son gestionnaire. Cette relation crée continuellement des conflits d'intérêts potentiels dans le cours normal des affaires et dans d'autres situations. Étant donné qu'il n'est pas pratique de soumettre à l'approbation des détenteurs de valeurs mobilières chaque situation qui présente un conflit d'intérêts potentiel, il est essentiel de mettre en place un organisme indépendant qui se concentrera exclusivement sur les intérêts du fonds d'investissement et de ses détenteurs de valeurs mobilières[417].

L'Institut des fonds d'investissement du Canada et la Commission ont établi conjointement un groupe directeur (le « groupe directeur ») afin d'examiner et de commenter le Rapport Stromberg. Dans son rapport, le groupe directeur était d'accord en principe avec les recommandations de la commissaire Stromberg, mais a recommandé tout compte fait que chaque portefeuille de fonds, plutôt que chaque fonds, soit doté d'un conseil d'administration comprenant au moins cinq membres, dont la majorité n'aurait aucun lien avec le gestionnaire, et d'un comité de vérification composé entièrement de membres indépendants du conseil d'administration[418]. En outre, le groupe directeur a recommandé que le conseil d'administration du groupe de fonds ne soit pas habilité à congédier le gestionnaire.

---

416 G. Stromberg, *Regulatory Strategies for the Mid-90's : Recommendations for Regulating Investment Funds in Canada*, préparé pour les ACVM (Toronto, Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, janvier 1995), pp. 147-148.

417 *Ibid.*, p. 152.

418 Investment Funds Steering Group, *Le Rapport Stromberg : La perspective de la profession*, préparé pour les ACVM (Toronto, Imprimeur de la Reine, novembre 1996), pp. 50-51 [ci-après nommé le Rapport du groupe directeur].

Au Canada, le plus récent rapport à avoir étudié la question de la gestion des fonds mutuels a été préparé pour les ACVM par Stephen Erlichman en août 2000[419]. Le Rapport Erlichman offre un aperçu et une analyse du contexte historique de la gestion des fonds mutuels au Canada ainsi qu'un examen des structures de gestion que pourrait adopter l'industrie canadienne des fonds mutuels. Le Rapport Erlichman recommande que chaque groupe de fonds mutuels soit tenu d'établir un régime de gestion avec un organisme directeur indépendant du gestionnaire du fonds mutuel. Le rapport n'insiste pas sur une structure de gestion particulière, mais déclare plutôt que si les organismes de réglementation choisissent de dicter une forme particulière de gestion de fonds, chaque fonds mutuel devrait être doté d'un conseil d'administration (composé de gouverneurs, de fiduciaires ou d'administrateurs, selon le cas) semblable à celui d'une société, qui devrait comprendre au moins une majorité d'administrateurs indépendants. Ce conseil d'administration aurait comme mandat exclusif d'agir dans les intérêts supérieurs du fonds mutuel et de ses participants[420].

Le 1er mars 2002, les ACVM ont publié une proposition de concept portant sur la réglementation des fonds mutuels au Canada[421]. Dans cette proposition, les ACVM offrent un aperçu de leur vision de la réglementation future de l'industrie canadienne des fonds mutuels ainsi que des suggestions pour améliorer la gestion des fonds mutuels. On y recommande d'établir un organisme directeur qui serait indépendant du gestionnaire du fonds mutuel afin de surveiller la gestion des fonds et de s'assurer que ces derniers sont gérés dans les meilleurs intérêts des investisseurs. L'organisme directeur assumerait des responsabilités précises, notamment rencontrer régulièrement la direction, s'assurer que le gestionnaire observe les politiques et les méthodes, agir en tant que comité de vérification et s'assurer que les fonds sont gérés conformément aux objectifs et stratégies d'investissement déclarés. La proposition de concept a pu être commentée jusqu'au 7 juin 2002 et les ACVM examinent présentement les nombreuses réponses qu'elles ont reçues[422].

Le 14 novembre 2002, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique a publié un document portant sur de nouvelles propositions en matière de réglementation des fonds mutuels (« New Proposals for Mutual Fund Regulation »), en vue d'obtenir des commentaires[423]. Ce document donnait davantage de détails sur certaines des réflexions formulées par cette commission dans le document intitulé « New Concepts For Securities Regulation » qu'elle avait publié en février 2002. Un certain nombre de sujets se rapportant au secteur des fonds mutuels

---

419 Stephen Erlichman, *Making it Mutual : Aligning the Interests of Investors and Managers*, préparé pour les ACVM (juin 2000) [ci-après nommé le Rapport Erlichman].

420 *Ibid.*, 8-11.

421 La Proposition de concept 81-402 des ACVM, *Un nouvel équilibre, cadre de réglementation des OPC et des sociétés de gestion* (2002), 25 OSCB 1227 [ci-après nommé la Proposition de concept].

422 Les ACVM ont reçu 57 réponses relativement à la Proposition de concept.

423 Avis 2002/46 de la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, « New Proposals for Mutual Fund Regulation ».

ont été abordés dans les propositions, y compris les documents d'information qui doivent être préparés par les fonds mutuels et la possibilité d'offrir des fonds étrangers au Canada.

Ce document suggérait également une nouvelle démarche à l'égard de la régie des pratiques commerciales et de la réglementation des produits dans l'industrie des fonds mutuels. Les règles détaillées seraient remplacées par des codes de conduite régissant les sociétés de placement, les conseillers et les courtiers qui énonceraient des principes généraux en matière de pratiques commerciales et de réglementation des produits. Le code de conduite proposé pour les sociétés de placement exigerait que ces sociétés : i) s'assurent d'avoir une structure de gestion qui convient à la structure de leurs fonds et qui aborde la question des conflits d'intérêts auxquels elles sont confrontées, ii) attribuent aux membres de la structure de gestion la responsabilité de s'assurer que la direction possède des systèmes de conformité appropriés pour traiter les conflits d'intérêts et iii) divulguent leurs pratiques de gestion, y compris le fait de savoir si l'organisme est indépendant de la société de placement. Dans le document sur les propositions, on s'est délibérément abstenu de préciser les responsabilités de l'organisme directeur. On a reconnu que le fait d'établir des responsabilités précises assure une cohérence sur le marché et procure aux investisseurs une certitude au sujet de la structure de gestion au sein de l'industrie, mais on a préféré permettre aux sociétés de placement de déterminer les responsabilités qui conviennent à leur organisme directeur[424].

Aux États-Unis, l'*Investment Company Act of 1940* (la « Loi de 1940 ») contient depuis longtemps des dispositions exigeant que les sociétés de placement soient dotées de conseils d'administration qui comprennent des administrateurs indépendants. Le 2 janvier 2001, la Securities and Exchange Commission (la « SEC ») a adopté des règles et des modifications relatives à la gestion des fonds des sociétés de placement et au rôle des administrateurs indépendants de ces sociétés. Ces règles et ces modifications ont pour effet d'exiger qu'une majorité des membres du conseil d'administration soient indépendants du gestionnaire du fonds si la société de placement souhaite invoquer les règles d'exemption contenues dans la Loi de 1940 dans le cadre d'opérations d'initiés. En outre, les administrateurs indépendants doivent sélectionner et nommer tout autre administrateur indépendant et ses conseillers juridiques, qui doivent également être indépendants du gestionnaire.

19.2 Les arguments en faveur de l'adoption d'une exigence en matière de gestion indépendante des fonds mutuels

Dans son examen de la question de la gestion des fonds mutuels, le Comité a été guidé par le principe selon lequel il doit exister une raison d'ordre public suffisante pour justifier

---

424 Dans le document de consultation 81-403, *Rethinking Point of Sale Disclosure for Segregated Funds and Mutual Funds*, publié en février 2003, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique a fait part de son intention de consacrer ses efforts aux propositions énoncées dans le document de consultation plutôt que d'aller de l'avant avec ses propres propositions en matière de fonds mutuels en tant qu'initiative distincte.

l'introduction d'un règlement. Nous avons également tenu compte du fait que la plupart des pays industrialisés à part le Canada ont adopté une forme quelconque d'exigence en matière de gestion des fonds mutuels et nous avons tenté de déterminer si un aspect particulier de l'industrie canadienne des fonds mutuels justifiait encore l'absence de cette exigence au Canada.

La raison fondamentale pour exiger une gestion plus rigoureuse des fonds mutuels au Canada est que la structure de l'industrie des fonds communs est essentiellement de nature conflictuelle et que personne n'a la responsabilité exclusive de protéger les intérêts des participants. Le gestionnaire du fonds a la responsabilité de créer le fonds, de le gérer, d'engager le conseiller en placements, d'établir les honoraires qui seront versés à ce dernier ainsi qu'à lui-même et de régler tous les frais qui seront imputés au fonds. En même temps, la société de gestion est en affaires pour accomplir tout cela de la manière la plus rentable possible pour ses actionnaires. Le fait qu'il soit possible d'accroître les bénéfices en augmentant les honoraires ou les frais pour le fonds mutuel, et par conséquent pour ses participants, est dicté seulement par les forces du marché. Dans un marché efficace, les investisseurs seraient moins enclins à acheter un fonds mutuel assorti d'honoraires et de frais plus élevés. Sans aucun doute, de nombreux gestionnaires de fonds mutuels comprennent également la corrélation entre le succès des fonds qu'ils gèrent et leur propre succès. Néanmoins, en réalité, les promoteurs de fonds mutuels sont principalement intéressés à commercialiser leurs fonds mutuels. Certaines des techniques de commercialisation qu'ils utilisent encouragent les investisseurs et leurs conseillers à acheter des fonds qui sont assortis d'honoraires et de frais plus élevés que les fonds concurrents, soit à l'aide de méthodes publicitaires efficaces ou de structures de rémunération avantageuses pour les conseillers qui recommandent les fonds mutuels.

Nous croyons qu'il y a longtemps qu'on aurait dû adopter au Canada un système de gestion des fonds mutuels qui serait indépendant de la société de gestion et qui se concentrerait exclusivement sur les intérêts supérieurs des participants. Il n'existe pas présentement de groupe qui défend les intérêts des investisseurs dans les fonds mutuels et qui soulève les questions qui les préoccupent. De plus, il est probable que la mise en œuvre d'exigences particulières pour la surveillance de la gestion des fonds mutuels aidera les gestionnaires à établir et à maintenir des politiques et des règles de conduite appropriées qui les régiront ainsi que les fonds qu'ils gèrent.

Nous avons reçu un certain nombre de commentaires au sujet de la recommandation que nous avons formulée dans le rapport préliminaire, à savoir que la Commission et les ACVM devraient imposer à tous les fonds mutuels ouverts la création et le maintien d'un organisme directeur indépendant[425]. L'opinion des commentateurs était partagée pour ce qui est d'appuyer ou non

---

425 Voir les lettres d'observations des Independent Financial Brokers of Canada, du Nouveau parti démocratique de l'Ontario, de Fasken, Martineau, DuMoulin s.r.l., de l'Institut des fonds d'investissement du Canada, de Larry Schwartz, du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, de l'Association des conseillers en gestion de portefeuilles du Canada, d'Ogilvy Renault, de la Commission des valeurs mobilières de la Nouvelle-Écosse, de la Banque Royale du Canada, de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières et de la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique.

cette recommandation, ce qui est conforme aux réponses reçues par les ACVM relativement à la Proposition de concept[426]. Les commentateurs qui appuient la recommandation le font en raison des conflits inhérents au secteur des fonds mutuels :

> Nous sommes d'avis que le moment est finalement venu d'aborder la question de la gestion des fonds mutuels. Il existe toujours des possibilités de conflits d'intérêts en ce qui a trait à la gestion des fonds mutuels et nous sommes d'accord avec le Comité d'étude pour dire que ce n'est pas parce qu'aucun cas d'abus n'a été publiquement signalé que l'on peut conclure qu'il n'existe aucun problème. Le fait que le gestionnaire d'un fonds mutuel constitue une entité distincte du fonds mutuel en soi et qu'il soit en affaires pour réaliser des bénéfices au profit de ses actionnaires présente une situation de conflit d'intérêts très grave pour les investisseurs de ce fonds, et cette situation ne peut plus être ignorée[427].

Certains commentateurs appuient le concept d'un organisme directeur indépendant, mais ils insistent sur le fait que cet organisme ne devrait être institué que s'il existe un assouplissement simultané de certaines règles existantes régissant les fonds mutuels[428]. Par contre, un observateur s'oppose fermement à toute forme de compromis réglementaire :

> Le fait que les organismes de réglementation prévus par la loi acquiescent aux demandes de compromis de l'industrie au moment de l'adoption de nouvelles dispositions réglementaires constitue un précédent dangereux. Les réformes réglementaires devraient avoir une raison d'être et ne pas se faire aux dépens des investisseurs[429].

Nous avons également reçu une suggestion selon laquelle l'adoption de règles régissant la gestion des fonds devrait se faire de façon volontaire et non obligatoire[430].

Les commentateurs qui s'opposent à la recommandation ne sont pas convaincus que la nécessité d'un tel organisme a été démontrée ou ils craignent que les coûts potentiels l'emportent sur tout avantage éventuel[431].

Nous avons reconnu qu'il n'existe aucun consensus clair au Canada quant au fait de savoir s'il devrait y avoir un organisme directeur indépendant pour les fonds mutuels. Nous continuons tout de même de croire que la participation de personnes expérimentées indépendantes au conseil d'administration (ou à un autre organisme équivalent) d'un fonds mutuel améliorera le processus décisionnel et, par conséquent, les résultats pour les participants. Un organisme directeur indépendant fiable imposera une discipline au gestionnaire et à la gestion des fonds mutuels; par

---

426 Voir la lettre d'observations de Fasken, Martineau, DuMoulin s.r.l. qui mentionne qu'en examinant les lettres d'observations qu'ont reçues les ACVM sur la Proposition de concept, les ACVM ont indiqué qu'il n'existe aucun consensus clair au Canada quant à la nécessité d'un organisme directeur indépendant.

427 Voir la lettre d'observations du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario.

428 Voir les lettres d'observations de l'Institut des fonds d'investissement du Canada et de la Banque Royale du Canada.

429 Voir la lettre d'observations de la Commission des valeurs mobilières de la Nouvelle-Écosse.

430 Voir la lettre d'observations de l'Institut des fonds d'investissement du Canada.

431 Voir les lettres d'observations de Larry Schwartz, des Independent Financial Brokers of Canada et de la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique.

exemple, si certains plans d'affaires, modes de ventilation des coûts ou programmes de commercialisation ne sont pas approuvés par un organisme directeur indépendant, cela obligera la direction à élaborer d'autres plans, modes ou programmes. Les administrateurs indépendants pourront également examiner minutieusement les résultats obtenus par la direction ainsi que sa rémunération. Le secteur dans son ensemble bénéficierait de telles interventions. L'existence d'un organisme directeur auquel la direction devrait rendre des comptes inciterait également celle-ci à établir des politiques et des méthodes écrites, là où n'existaient auparavant que des pratiques officieuses, et à les soumettre à l'examen minutieux de tiers.

Cela étant dit, le Comité comprend qu'il sera difficile de mettre en place au Canada un système de gestion de fonds mutuels. Le recrutement et le maintien d'administrateurs pour chaque fonds ou groupe de fonds mutuels entraîneront des coûts qui seront probablement absorbés par les fonds mutuels et, par conséquent, par leurs investisseurs. Toutefois, la présence d'un organisme directeur indépendant contribuera à protéger les intérêts des participants, de sorte que les coûts d'établissement et de maintien de l'organisme directeur devraient être compensés par la vigilance exercée par cet organisme au nom des participants[432].

Le Comité s'est également demandé si l'organisme directeur indépendant devrait être habilité à limoger son gestionnaire pour un motif quelconque. Nous tenons compte du fait que le gestionnaire a pris l'initiative de créer, d'organiser et de promouvoir le fonds mutuel et que, si le gestionnaire est congédié pour une raison quelconque, ceci pourrait être considéré comme une expropriation de son intérêt de propriété dans le fonds. Par contre, dès que le gestionnaire offre de vendre le fonds mutuel au public, les participants deviennent des parties intéressées et le gestionnaire assume une obligation face à eux. En fait, il existe une relation fiduciaire entre le gestionnaire du fonds mutuel et les investisseurs. De plus, l'organisme directeur indépendant aura pour mandat exclusif d'agir dans les intérêts supérieurs des participants du fonds. Si l'organisme directeur indépendant n'est pas autorisé à congédier le gestionnaire pour des motifs appropriés, il aura énormément de difficultés à respecter ses obligations envers les participants.

Nous croyons par conséquent que l'organisme directeur indépendant devrait avoir le droit de se séparer du gestionnaire. Dans notre rapport préliminaire, nous avons recommandé qu'il ait le droit de le faire en tout temps si, selon les conclusions raisonnables des administrateurs indépendants : i) il existe un motif suffisant (par exemple, si le fonds produit des dividendes insuffisants) ou ii) si le gestionnaire a privilégié ses intérêts au détriment de ceux des porteurs de parts du fonds mutuel, dans le cadre d'un délit d'initié, d'opérations faisant l'objet de conflits d'intérêts ou d'une violation de ses obligations fiduciaires. Nous avons reçu un certain nombre

---

[432] Dans leurs lettres d'observations, les Independent Financial Brokers of Canada et l'Institut des fonds d'investissement du Canada se sont préoccupé du fait que les coûts seront encore plus difficiles à supporter pour les petites sociétés de placement.

de commentaires à cet égard[433]. Un grand nombre de commentateurs n'appuyaient pas le fait de permettre à un organisme directeur indépendant de congédier le gestionnaire en raison d'un rendement insatisfaisant. Voici ce qu'a souligné l'un des observateurs :

> Le critère relatif au congédiement d'un gestionnaire en raison d'un rendement insuffisant serait difficile et probablement inacceptable dans bien des circonstances. Après tout, dans un univers statistique, la majorité des gestionnaires n'atteignent pas les indices repères, ce qui fait qu'ils sont susceptibles d'être congédiés. C'est la loi de la moyenne, ce qui signifie que la plupart des gestionnaires seront constamment congédiés et probablement réembauchés ailleurs. À notre avis, toute suggestion selon laquelle les membres de tels conseils d'administration seraient mieux placés pour prendre des décisions en matière d'investissement financier pour l'argent d'une autre personne est incorrecte. En outre, la capacité d'exproprier un gestionnaire de son poste d'intérêt financier pour une raison autre qu'une fraude ou une conduite trompeuse est, selon nous, inappropriée[434].

Nous approuvons ce commentaire. Nous avons donc modifié notre recommandation de façon que l'organisme directeur indépendant ne puisse congédier le gestionnaire en raison d'un rendement insuffisant.

Nous nous sommes également penchés sur le fait de savoir s'il est suffisant de n'accorder qu'un seul recours, soit le pouvoir de congédier le gestionnaire, à l'organisme directeur lorsque les intérêts du gestionnaire ont été privilégiés au détriment de ceux des participants. Dans certaines circonstances, un organisme directeur peut estimer que les coûts imposés aux participants pour se séparer du gestionnaire leur portent un trop grand préjudice si l'organisme désire se prévaloir de ce recours. Nous croyons que l'organisme directeur sera plus en mesure de s'acquitter de ses obligations fiduciaires envers les participants s'il peut adopter la solution qui convient le mieux, compte tenu des faits et des circonstances, et qui reflétera le mieux les intérêts supérieurs des participants. Par conséquent, nous pensons que l'organisme directeur devrait avoir le choix entre deux recours lorsqu'un gestionnaire a privilégié ses intérêts personnels au détriment de ceux des participants. L'un de ces recours serait de congédier le gestionnaire. L'autre recours serait d'informer les participants du comportement du gestionnaire et de leur accorder une certaine période, probablement 30 jours, pour racheter leurs unités sans frais. Dans le cadre de ce deuxième recours, la décision de se séparer ou non du gestionnaire est prise par chaque participant qui choisit de racheter ses unités plutôt que par l'organisme directeur au nom de tous les participants.

---

433 Voir les lettres d'observations des Independent Financial Brokers of Canada, de Larry Schwartz, de la Banque Royale du Canada et de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières.

434 Voir la lettre d'observations des Independent Financial Brokers of Canada.

Recommandation :

Nous recommandons que la Commission et les ACVM imposent à tous les fonds mutuels ouverts la création et le maintien d'un organisme directeur indépendant. Lorsque, d'après les conclusions raisonnables des administrateurs indépendants, le gestionnaire a privilégié ses intérêts personnels au détriment de ceux des participants du fonds mutuel, dans le cadre d'un délit d'initié, d'opérations faisant l'objet de conflit d'intérêts ou d'une violation de ses obligations fiduciaires, cet organisme devrait avoir le droit de congédier le gestionnaire ou d'informer les participants des actions du gestionnaire et de leur accorder une certaine période pour racheter leurs unités sans frais.

19.3 Conflits d'intérêts

Certains gestionnaires de fonds appuient la gestion des fonds mutuels parce que la Norme canadienne 81-102, qui régit les structures et l'exploitation des fonds mutuels au Canada, ainsi que les lois canadiennes sur les valeurs mobilières interdisent aux fonds mutuels d'effectuer certaines opérations d'initiés. Ces participants de l'industrie ont suggéré que la présence d'un conseil d'administration indépendant éliminerait, ou du moins diminuerait, la nécessité d'enchâsser ces interdictions dans les lois applicables puisque le conseil indépendant pourrait déterminer si des opérations ou des arrangements particuliers risquent d'être préjudiciables aux intérêts des porteurs de parts du fonds.

Nous croyons que les types de conflits d'intérêts dont s'occupera un organisme directeur dépasseront ceux qui sont actuellement visés dans les lois sur les valeurs mobilières. Un organisme directeur ne constitue pas simplement une solution de rechange aux règles normatives en matière de conflits que renferment présentement les lois sur les valeurs mobilières. Nous pensons que les organismes directeurs s'occuperont également des questions comme la ventilation des frais entre le gestionnaire et le fonds, l'attribution des opérations et des recettes d'opérations aux maisons de courtage, les opérations assorties de conditions de faveur, les opérations personnelles effectuées par les portefeuillistes et les votes par procuration.

Il est possible qu'une fois que les organismes directeurs seront bien établis et qu'ils auront compris l'industrie des fonds mutuels, ses activités et ses conflits, certaines des règles actuelles relatives aux conflits pourront être éliminées. Nous ne croyons pas, cependant, que ces règles devraient être éliminées avant qu'une période de transition n'ait été accordée, puisque les organismes directeurs doivent comprendre leurs fonctions, leurs relations avec le gestionnaire de fonds, ainsi que le fonctionnement et la raison d'être des règles actuelles portant sur les conflits avant que leur jugement remplace les règles présentement établies.

À mesure que les règles régissant les conflits seront assouplies ou éliminées, il sera de plus en plus important que chaque fonds mutuel communique la démarche qu'il a adoptée à l'égard des diverses possibilités de conflits. Actuellement, il existe une uniformité générale des démarches

utilisées à l'égard des conflits réglementés. Lorsque cette uniformité sera remplacée par le pouvoir discrétionnaire des organismes directeurs, les investisseurs devront être en mesure de faire des choix éclairés parmi les fonds offerts à cet égard.

19.4 Recrutement d'administrateurs compétents

Une deuxième et importante difficulté liée à l'établissement d'un organisme directeur est de trouver un nombre suffisant d'administrateurs compétents. Il existe présentement plus de 1 700 fonds mutuels et 70 sociétés de gestion de fonds mutuels au Canada. Le Comité craint que, à moins d'adopter une nouvelle méthode de sélection, de recrutement et de mise en candidature, il soit difficile de trouver sur le marché canadien le nombre approprié d'administrateurs compétents.

Le processus actuel pour trouver et recruter les administrateurs de sociétés ouvertes au Canada dépend largement d'un réseau d'administrateurs chevronnés qui connaissent d'autres administrateurs, sont conscients de leurs compétences et s'appuient sur cette information pour les recommander. Ce processus est renforcé à la fois par la réticence des recruteurs à accepter des personnes qui occupent un poste inférieur à celui de PDG et par celle de certaines entreprises à accepter des employés autres qu'un PDG comme administrateurs. Même si le Comité évite de commenter ces pratiques, nous croyons que le fait d'exiger l'établissement d'organismes directeurs de fonds mutuels offrira une excellente occasion d'introduire de nouvelles méthodes de recrutement des administrateurs.

Nous croyons qu'il existe suffisamment de personnes compétentes au Canada pour soutenir un nouveau régime de gestion de fonds mutuels, mais que, pour avoir accès à cette réserve de talents, il est essentiel de modifier le processus traditionnel de recrutement et de mise en candidature des administrateurs. Nous sommes d'avis que les fonds mutuels et leurs comités des candidatures devraient augmenter le nombre de candidats potentiels afin d'inclure les personnes qui occupent un poste inférieur à celui de PDG ainsi que les professionnels à la retraite. Les organismes sans but lucratif telles que les universités, les écoles d'études commerciales et les administrations des hôpitaux devraient également être considérées comme des sources potentielles d'administrateurs. Ceux qui ont formulé des commentaires à l'égard de cette recommandation ont été d'accord avec nous[435].

En plus de trouver et de recruter des administrateurs, les fonds mutuels devront s'assurer que la majorité d'entre eux sont complètement indépendants de la société de gestion. La question pose problème puisque cette société de gestion désignera les premiers administrateurs. Si les premiers administrateurs et les administrateurs subséquents ne sont pas indépendants, il pourrait être

---

435 Voir les lettres d'observations de Fasken, Martineau, DuMoulin s.r.l., du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario et de la Banque Royale du Canada.

difficile d'assurer une gestion efficace. Les règles de gestion des fonds mutuels devront énoncer un critère ou une définition de l'indépendance[436].

Recommandation :

Nous recommandons que le processus par lequel les administrateurs potentiels des organismes directeurs de fonds mutuels sont identifiés et nommés soit élargi pour inclure une liste plus diversifiée d'administrateurs potentiels. De plus, nous recommandons que la majorité des administrateurs soient indépendants de la société de gestion. Enfin, les responsabilités potentielles des administrateurs des organismes directeurs de fonds ainsi que les moyens de défense qui leur sont offerts devraient être prévus dans la loi.

19.5 Caractéristiques d'un organisme directeur indépendant

Le Comité a établi certaines caractéristiques que devrait comprendre un modèle d'organisme directeur de fonds mutuels :

- L'organisme directeur devrait être indépendant du gestionnaire et devrait avoir pour mandat d'agir seulement dans les intérêts supérieurs du fonds et de ses investisseurs.
- La majorité des administrateurs doivent être indépendants de la société de gestion et aucun d'entre eux ne devrait faire partie du conseil d'administration de la société de gestion. Nous croyons fermement qu'un organisme directeur n'a aucune raison d'être si la majorité de ses membres ne sont pas indépendants du gestionnaire.
- L'organisme directeur indépendant devrait être habilité à établir ses propres honoraires d'après les conseils qu'il pourrait obtenir, y compris les conseils d'un conseiller en rémunération indépendant. Les membres de l'organisme directeur doivent divulguer chaque année les honoraires qu'ils reçoivent de ce fonds et de tous les autres fonds dans le même groupe[437].

---

436 Une autre question se rapportant au recrutement des administrateurs est liée à leurs responsabilités potentielles en tant qu'administrateurs. Un administrateur d'une société est tenu responsable s'il ne satisfait pas à la norme de diligence que la loi impose aux administrateurs, et la responsabilité de l'administrateur est en théorie illimitée. Toutefois, les tribunaux ont énoncé avec le temps des arguments de défense que les administrateurs peuvent invoquer en cas d'accusation d'infraction à la norme de diligence, y compris la « règle de l'appréciation commerciale ». La possibilité pour les administrateurs de l'organisme directeur d'un fonds de recourir aux arguments de défense que les tribunaux ont élaborés à l'intention des administrateurs de sociétés n'est pas claire. Nous croyons que les administrateurs des organismes directeurs devraient avoir les mêmes responsabilités et moyens de défense que les administrateurs de sociétés. Il se peut qu'une solution législative soit requise.

437 Certains observateurs ont manifesté leur désaccord à l'égard de cette suggestion du rapport préliminaire et ont estimé que, puisque c'est le gestionnaire qui paiera les honoraires, c'est lui qui devrait les fixer. Nous sommes fermement en désaccord, puisque l'indépendance des membres de l'organisme directeur pourrait être perçue comme étant compromise si c'est le gestionnaire qui détermine leurs honoraires. Le fait que les membres communiquent publiquement leurs honoraires constitue, à notre avis, un frein suffisant quant au montant de ces honoraires.

- Le nombre d'organismes directeurs approprié pour chaque groupe de fonds mutuels dépendra du nombre de facteurs propres à ce groupe de fonds. Nous voulons éviter que les administrateurs soient responsables d'un trop grand nombre de fonds. Nous ne proposons pas que l'organisme de réglementation fixe une limite définitive quant au nombre de fonds mutuels qui seraient assujettis à la surveillance d'un organisme directeur. Nous pensons toutefois que ce nombre ne devrait pas être établi seulement par le gestionnaire, étant donné le conflit d'intérêts potentiel. L'organisme directeur indépendant peut décider lui-même du nombre de fonds qu'il surveillera et communiquer publiquement ses motifs s'il ne limite pas le nombre de fonds au sein d'un groupe de fonds dont il est responsable.
- Les membres de l'organisme directeur indépendant devraient avoir le droit de retenir les services d'un avocat autre que celui du gestionnaire du fonds mutuel et d'obtenir des conseils indépendants.
- L'organisme directeur indépendant devrait avoir le droit de se séparer du gestionnaire du fonds mutuel dans les circonstances où, selon les conclusions raisonnables des administrateurs, le gestionnaire a privilégié ses intérêts au détriment de ceux des participants du fonds mutuel dans le cadre d'un délit d'initié ou d'opérations faisant l'objet de conflits d'intérêts ou de violations de ses obligations fiduciaires (voir la discussion ci-dessus au paragraphe 19.2).
- Les noms et les coordonnées des administrateurs devraient être publiés chaque année et être accessibles par d'autres moyens aux participants afin que ces derniers puissent communiquer avec les personnes qui agissent dans leurs intérêts.

Recommandation :

Nous croyons que l'organisme directeur du fonds mutuel devrait présenter certaines caractéristiques. Parmi celles-ci, on peut mentionner l'indépendance par rapport au gestionnaire du fonds, une majorité d'administrateurs indépendants, le droit de retenir les services d'un avocat ou d'obtenir des conseils indépendants, le droit de définir la rémunération de ses membres, l'obligation de chaque membre de divulguer chaque année les honoraires reçus du fonds et de tous les autres fonds affiliés ainsi que le droit de se séparer du gestionnaire dans des circonstances données.

19.6 Fonctions de l'organisme directeur

Nous avons également tenté de déterminer quelles devraient être les responsabilités d'un organisme directeur. Même si la liste n'est pas exhaustive, nous croyons que l'organisme devrait avoir des responsabilités semblables à celles du conseil d'administration d'une société, notamment :

- surveiller l'élaboration et l'application des politiques concernant les questions importantes pour les investisseurs et les situations de conflits d'intérêts telles que les opérations entre

entités apparentées, l'établissement des prix, l'attribution des mandats aux maisons de courtage et les opérations assorties de conditions de faveur;

- s'assurer que ces politiques sont observées;
- examiner les honoraires et les frais, et leur ventilation;
- recevoir des rapports de la part du gestionnaire au sujet de la conformité avec les objectifs et les stratégies d'investissement;
- revoir la désignation du vérificateur du fonds et déterminer si le vérificateur devrait être indépendant du vérificateur de la société de gestion;
- rencontrer le vérificateur du fonds, qui devrait rendre compte à l'organisme directeur, et non au gestionnaire du fonds ou à la société de gestion;
- approuver les contrats importants.

Recommandation :

Nous pensons qu'il est important de définir certaines responsabilités fondamentales de l'organisme directeur du fonds mutuel. Ces responsabilités devraient inclure, à tout le moins, la supervision du développement et de la mise en application des politiques liées aux questions de conflit d'intérêts, la surveillance des honoraires, des dépenses et de leur ventilation, la réception de rapports de la part du gestionnaire au sujet de la conformité avec les objectifs et les stratégies d'investissement, l'examen de la nomination du vérificateur, la rencontre du vérificateur du fonds et, enfin, l'approbation des contrats importants.

19.7 Les gestionnaires de fonds mutuels devraient-ils être tenus de s'inscrire pour faire des affaires?

Dans notre rapport préliminaire, nous avons étudié la question de savoir si les gestionnaires de fonds mutuels devraient être tenus de s'inscrire ou s'ils devraient être soumis à d'autres mesures réglementaires. Présentement, les gestionnaires ne sont pas obligés de s'inscrire auprès de la Commission pour exercer leurs activités. Certains rapports antérieurs portant sur la gestion des fonds mutuels ont recommandé que les gestionnaires soient tenus de s'inscrire auprès des organismes de réglementation des valeurs mobilières[438]. Cette recommandation s'appuie sur le fait que les gestionnaires de fonds mutuels jouent un rôle déterminant dans la création, la promotion et la gestion d'un fonds mutuel. En outre, étant donné la gamme de services que le gestionnaire offre au fonds ou surveille pour celui-ci, un investisseur pourrait voir son investissement compromis ou perdre de la valeur si un gestionnaire ne s'acquittait pas pleinement de ses responsabilités en temps opportun, tout en évitant tout conflit d'intérêts potentiel.

---

[438] Notamment le Rapport de 1969, les Propositions de 1974, le Rapport Stromberg et le Rapport du groupe directeur.

Nous avons indiqué dans le rapport préliminaire que même si le rôle du gestionnaire est essentiellement de nature opérationnelle, les fonctions qu'il accomplit pour le fonds et ses investisseurs sont vitales aux fins de l'exploitation appropriée du fonds. De plus, nous avons estimé que la surveillance indépendante du gestionnaire jouera un rôle important dans le rehaussement de l'intégrité de l'industrie canadienne des fonds mutuels. Nous avons donc recommandé qu'il y ait une surveillance indépendante de la suffisance du capital des gestionnaires de fonds mutuels, de la compétence de leur personnel et de leurs normes de pratiques commerciales, et que cette surveillance soit effectuée par l'organisme directeur indépendant.

Un commentateur a appuyé notre recommandation[439]. Deux autres observateurs ont manifesté leur désaccord à l'égard de l'attribution de cette responsabilité à l'organisme directeur indépendant[440]. Ils ont estimé que l'organisme directeur indépendant pourrait être obligé d'apprendre rapidement, du moins au départ, et que la conception du format des directives appropriées à l'égard de questions complexes comme la suffisance du capital et la compétence du personnel exigera une expertise que l'on trouve le plus souvent au sein des organismes de réglementation. En outre, on s'est préoccupé du fait que l'attribution de cette responsabilité à l'organisme directeur indépendant accroîtrait la responsabilité de ses membres, ce qui rendrait encore plus difficile le recrutement de personnes compétentes. De plus, nous faisons remarquer que si le soin d'établir les normes relatives aux gestionnaires de fonds mutuels est laissé aux organismes directeurs, la cohérence des normes dans l'ensemble de l'industrie risque d'en souffrir.

Nous continuons de croire qu'il existe des raisons importantes pour exiger la surveillance des gestionnaires de fonds mutuels; elles ont été énoncées dans des rapports publiés précédemment sur le secteur des fonds mutuels et dans la discussion qui précède. Dans notre rapport préliminaire, nous avons établi que la suffisance du capital, la compétence du personnel et les normes de pratiques commerciales étaient des questions à l'égard desquelles il était possible de définir des normes pour les gestionnaires de fonds mutuels. Il peut y en avoir d'autres.

Nous ne formulons aucune conclusion quant au fait de savoir si les gestionnaires de fonds mutuels doivent être « inscrits » ou non. Ayant toutefois conclu qu'ils devraient être assujettis à certaines normes minimales et que la conformité avec ces normes devrait être surveillée par un tiers indépendant approprié, nous suggérons que le cadre suivant soit utilisé pour aborder cette question :

1. À quelles normes ou exigences les gestionnaires de fonds mutuels devraient-ils satisfaire avant qu'il leur soit permis d'établir, de promouvoir et de diriger un fonds mutuel ouvert?

---

439 Voir la lettre d'observations du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario.

440 Voir les lettres d'observations de Fasken, Martineau, DuMoulin s.r.l. et d'Ogilvy Renault.

2. Selon la réponse à la première question, qui est le mieux placé pour établir ces normes et ces exigences et pour surveiller la conformité à leur égard?

3. L'inscription des gestionnaires de fonds mutuels constitue-t-elle un moyen nécessaire et justifiable, du point de vue d'une analyse coûts-avantages, d'imposer et de surveiller la conformité avec les normes applicables aux gestionnaires de fonds mutuels?

Recommandation :

Nous conseillons vivement aux organismes de réglementation et au secteur des fonds mutuels de travailler en collaboration dans le but de décider des normes ou des exigences auxquelles les gestionnaires de fonds mutuels devraient satisfaire avant qu'il leur soit permis d'établir, de promouvoir et de diriger un fond mutuel ouvert, d'identifier la personne ou l'organisme qui est le mieux placé pour établir ces normes ou ces exigences et pour surveiller la conformité à leur égard, ainsi que de déterminer si l'inscription des gestionnaires de fonds mutuels est nécessaire et justifiable, du point de vue d'une analyse coûts-avantages, en tant que moyen d'imposer et de surveiller la conformité avec les normes applicables aux gestionnaires de fonds mutuels.

19.8 Pouvoir d'établissement des règles

En dernier lieu, nous avons tenté de déterminer si la Loi conférait à la Commission le pouvoir de réglementer la gestion des fonds. Le paragraphe 143(31) de la Loi stipule que la Commission peut « réglementer les fonds mutuels ou les fonds d'investissement à capital fixe, le placement des valeurs mobilières de ces fonds ainsi que les opérations sur ces valeurs » et énumère 12 exemples du type de réglementation que la Commission peut appliquer. Advenant que les termes utilisés au paragraphe 143(31) ne soient pas suffisamment larges pour couvrir le régime de gestion des fonds mutuels que nous envisageons, nous appuierions dans ce cas une modification afin de donner à la Commission l'autorité nécessaire pour aborder la réforme de la gestion des fonds mutuels en utilisant son pouvoir d'établissement des règles.

Recommandation :

Nous recommandons que le paragraphe 143(31) de la Loi soit modifié, au besoin, pour donner à la Commission l'autorité nécessaire afin d'aborder la réforme de la gestion des fonds mutuels en utilisant son pouvoir d'établissement des règles.

6e PARTIE

L'EXÉCUTION DE LA LOI

Nous nous sommes demandé si la Commission devrait disposer de pouvoirs d'exécution en plus de ceux qui sont déjà prévus par la Loi. Nous avons tenté de déterminer en particulier si la Commission devrait avoir le pouvoir d'imposer des pénalités administratives et s'il y avait lieu d'élargir la gamme d'ordonnances que la Commission peut rendre dans l'intérêt public de façon à inclure certaines des ordonnances qu'un tribunal peut rendre en vertu de l'article 128 de la Loi. Nous avons étudié ces questions dans le contexte suivant :

- De quels nouveaux pouvoirs la Commission devrait-elle être dotée?
- Parmi les pouvoirs de la Commission, lesquels devraient être étendus?
- Parmi les pouvoirs de la Cour, lesquels devraient être étendus?
- Autres questions liées à l'exécution de la loi : confidentialité des enquêtes, fraude et manipulation du marché, opérations d'initiés, ordonnances de blocage, coûts des enquêtes et protection des dénonciateurs.

Dans le rapport préliminaire, nous avons formulé un certain nombre de recommandations visant à accroître les pouvoirs d'exécution et à apporter les modifications correspondantes à la Loi, dont plusieurs ont depuis été adoptées dans les Modifications de 2002.

CHAPITRE 20

UN APERÇU

20.1 Introduction

La Loi prévoit divers mécanismes d'exécution visant à aider la Commission à s'acquitter du mandat qui lui est conféré par la loi. La Commission peut :

- engager des poursuites visant à sanctionner les infractions en vertu de l'article 122 de la Loi;
- exercer sa compétence relative à l'intérêt public en vertu de l'article 127 de la Loi;
- demander au tribunal, par voie de requête, une déclaration de non-conformité et une ordonnance (ou des ordonnances) complémentaire(s) en vertu de l'article 128 de la Loi.

L'article 127 confère à la Commission un « très vaste » pouvoir discrétionnaire pour intervenir dans les activités liées aux marchés financiers en Ontario lorsqu'il est dans l'intérêt public qu'elle le fasse. Il s'agit de la méthode la plus souvent utilisée par la Commission pour exercer ses pouvoirs d'exécution de la loi[441].

En examinant les questions liées à l'exécution de la loi qui ont été soulevées dans la Liste des questions de fond et en formulant ses recommandations, le Comité a été guidé par les principes fondamentaux suivants :

- **Objet principal des pouvoirs d'exécution de la loi :** En sa qualité d'organisme de réglementation ayant une compétence relative à l'intérêt public, la Commission exerce ses pouvoirs d'exécution de la loi dans le but premier de protéger les investisseurs, d'établir des marchés financiers justes et efficaces et de promouvoir la confiance en leur intégrité.
- **Pouvoirs effectifs :** Pour réaliser son mandat, il est essentiel que la Commission soit perçue comme ayant des pouvoirs considérables qu'elle est disposée à exercer dans les circonstances appropriées.
- **Dissuasion :** Le but d'une ordonnance en vertu de l'article 127 de la Loi est de « limiter la conduite future qui risque de porter atteinte à l'intérêt public dans le maintien de marchés financiers justes et efficaces »[442].
- **Souplesse :** La Commission devrait avoir accès à une gamme suffisamment étendue de sanctions afin d'avoir la souplesse nécessaire pour adapter les mesures de redressement aux circonstances propres à chaque cas.

---

441 *Committee for the Equal Treatment of Asbestos Minority Shareholders v. Ontario (Securities Commission)*, [2001] 2 S.C.R. 132, par. 39 [ci-après Asbestos].

442 *Ibid*, par J. Iacobucci, au par. 43.

- **Coopération entre les autorités compétentes :** La mondialisation croissante des marchés financiers et les progrès rapides de la technologie ont créé un marché sans frontières. Il est essentiel pour les organismes de réglementation des valeurs mobilières et les autres autorités réglementaires de collaborer dans la collecte de l'information, les enquêtes et les activités d'exécution de la loi[443]. Cette coopération est plus facile si la Commission est dotée de pouvoirs d'exécution de la loi efficaces et étendus, eu égard aux normes nationales et internationales.

Le Comité a également examiné les pouvoirs d'exécution de la loi des organismes de réglementation des valeurs mobilières dans les autres provinces du Canada et dans certains territoires à l'extérieur du pays[444].

20.2 Contexte : Les propositions de 1990

En 1988, des lacunes concrètes et juridiques dans les dispositions d'exécution de la Loi ont incité la Commission à procéder à une révision complète de ces dispositions. Les modifications proposées à la Loi à la suite de cet examen ont été publiées en vue d'obtenir des commentaires en 1990 (les « propositions de 1990 »)[445]. Il s'agissait de la première série de révisions proposées

---

443 Global Securities Corp. v. British Columbia (Securities Commission), [2001] 1 S.C.R. 494.

444 Les pouvoirs d'exécution généraux de la Commission en vertu de la Loi sont semblables à ceux des trois autres grandes commissions des valeurs mobilières au Canada, c'est-à-dire celles de l'Alberta, de la Colombie-Britannique et du Québec, mais, au moment de notre examen dans le cadre de la préparation du rapport préliminaire, ils n'étaient pas, sous certains rapports, aussi vastes. En formulant les recommandations publiées dans le rapport préliminaire, le Comité a tenu compte des domaines dans lesquels un ou plusieurs de ces organismes détiennent des pouvoirs que la Commission ne possédait pas. Le Comité a également examiné les pouvoirs d'exécution des organismes de réglementation des États-Unis, du Royaume-Uni et de l'Australie.

445 *Proposals for Amendments to the Securities Act in the Areas of Investigations, Enforcement and Remedies* (1990), 13 OSCB 405. Les modifications proposées aux pouvoirs d'exécution de la loi de la Commission comprenaient ce qui suit :

a) Ajouter une exigence selon laquelle la Commission demande immédiatement au tribunal de proroger une ordonnance de blocage rendue par la Commission.

b) Accroître les pouvoirs de redressement de la Commission afin d'élargir sa gamme de pouvoirs disciplinaires et d'indemnisation, y compris les pouvoirs d'ordonner ce qui suit : se conformer à la Loi, aux règlements et aux déclarations de principes; se conformer aux règlements administratifs, aux règles, aux règlements, aux procédures, aux pratiques et aux directives d'un organisme d'autoréglementation (OAR); modifier ou cesser la distribution d'une vaste gamme de documents d'information; réprimander publiquement ou en privé une personne (y compris les conseillers professionnels) qui est coupable d'inconduite sur le marché; interdire à une personne (y compris un conseiller professionnel) coupable d'inconduite sur le marché d'occuper un poste, ou d'être un administrateur ou un employé, ou d'être engagé par ou d'être associé d'une façon quelconque à une personne ou une société inscrite ou à un émetteur assujetti; rembourser des sommes d'argent; payer les frais associés à une enquête ou à une instance devant la Commission.

c) Conférer à la Commission de vastes pouvoirs lui permettant de demander à la Cour une déclaration de non-conformité et donner à la Cour le pouvoir d'ordonner la conformité et un large éventail d'autres mesures de redressement, y compris l'annulation, la réparation, le paiement de dommages-intérêts exemplaires, la nomination ou le congédiement d'administrateurs, l'émission, l'annulation, l'achat, l'échange ou l'aliénation de valeurs mobilières, et l'interdiction d'exercer un droit de vote ou d'échanger tout autre droit rattaché aux valeurs mobilières.

(suite à la page suivante)

aux pouvoirs d'exécution de la Commission en 20 ans, et cette initiative avait pour but d'adapter la Loi en fonction des changements considérables survenus sur les marchés financiers dans l'intervalle. Les Propositions de 1990 reflétaient également une tendance vers une plus grande harmonisation avec les pouvoirs d'enquête et d'exécution des organismes de réglementation dans d'autres territoires de compétence, notamment en Colombie-Britannique, en Alberta et aux États-Unis[446].

Même si les travaux concernant les Propositions de 1990 ont débuté en 1988, les modifications qui en ont résulté ont été incorporées dans la Loi seulement en 1994. Depuis ce temps, le nombre d'investisseurs particuliers qui participent au marché a augmenté considérablement. Par conséquent, il importe plus que jamais de doter les organismes de réglementation des valeurs mobilières de pouvoirs d'exécution de la loi très étendus et efficaces.

20.3 Quels sont les pouvoirs actuels de la Commission et des tribunaux?

Les pouvoirs d'exécution généraux de la Commission sont énoncés dans la partie XXII (Exécution de la loi). La Commission peut engager des poursuites visant à sanctionner les infractions en introduisant des procédures quasi criminelles devant la Cour de justice de l'Ontario en vertu de l'article 122. Dans ces circonstances, la Commission peut imposer une pénalité sous forme d'amende ou de peine d'emprisonnement, ou des deux. La Commission peut également demander, par voie de requête, à la Cour supérieure de justice une ordonnance qui

---

d) Étendre la responsabilité pour les infractions à la Loi au-delà des dirigeants et des administrateurs, afin d'inclure toute personne (y compris un conseiller professionnel) qui autorise, encourage ou commet avec d'autres une infraction à la Loi, aux règlements ou aux déclarations de principes.

Suivant la publication pour commentaires de ces propositions, la Commission a publié une version préliminaire des modifications proposées à la Loi ([1991], 14 OSCB 1907). En plus des questions énumérées ci-dessus, cette version préliminaire proposait certains pouvoirs d'exécution additionnels, y compris ce qui suit :

a) Une disposition permettant à la Cour d'ordonner à une personne ou à une société reconnue coupable d'une infraction en vertu de la Loi d'indemniser une personne ou une société lésée ou d'effectuer une restitution à celle-ci.

b) Le pouvoir de la Commission d'ordonner à une personne ou à une société qui ne s'est pas conformée au droit ontarien des valeurs mobilières de se soumettre à une révision de ses pratiques et de ses procédures par la Commission et d'effectuer les changements qu'ordonne celle-ci.

c) Le pouvoir de la Commission d'ordonner à une personne ou à une société qui ne s'est pas conformée au droit ontarien des valeurs mobilières d'effectuer une restitution à toute personne ou société lésée par suite de l'absence de conformité.

d) Le pouvoir de rendre certaines ordonnances à l'égard de l'absence de conformité avec les règles ou les règlements administratifs, etc., d'une bourse ou d'un OAR (y compris une ordonnance d'exécution et une ordonnance de restitution).

e) Le pouvoir de rendre certaines ordonnances dans l'intérêt public, y compris la suspension, la restriction ou l'annulation de l'inscription ou de la reconnaissance, une interdiction de dispenses et une interdiction d'opérations sur valeurs.

f) Le pouvoir de rendre certaines ordonnances à l'égard d'un professionnel ou d'une société qui a encouragé une infraction au droit des valeurs mobilières, participé à des pratiques qui constituent une infraction ou fourni une opinion, des conseils ou de l'information à la Commission ou à son personnel qui prêtent à confusion ou qui sont trompeurs.

[446] *Ibid.*, pp. 405 et 407.

peut comprendre une ou plusieurs des ordonnances d'exécution au civil énoncées au paragraphe 128(3) ou qui nomme un séquestre, un syndic ou un liquidateur aux termes de l'article 129. En outre, la Commission peut intenter des poursuites administratives devant la Commission en vertu de l'article 127 et demander de rendre, dans l'intérêt du public, une ou plusieurs des ordonnances prévues au paragraphe 127(1).

Les dispositions de la partie XXII portent sur ce qui suit :

A) POURSUITES VISANT À SANCTIONNER LES INFRACTIONS

L'article 122 définit ce qui constitue une infraction au sens de la Loi et énonce les pénalités imposées pour ces infractions.

B) EXERCICE DE LA COMPÉTENCE RELATIVE À L'INTÉRÊT PUBLIC

L'article 127 énonce les ordonnances que la Commission peut rendre si elle juge qu'il est dans l'intérêt public de le faire :

- une ordonnance portant que l'inscription ou l'agrément accordé à une personne ou à une société aux termes du droit ontarien des valeurs mobilières soit suspendu ou restreint, qu'il prenne fin ou qu'il soit assorti de conditions;
- une ordonnance interdisant les opérations sur valeurs mobilières effectuées par une personne ou une société ou les opérations effectuées sur les valeurs mobilières de celles-ci;
- une ordonnance portant que toute dispense prévue par le droit ontarien des valeurs mobilières ne s'applique pas à une personne ni à une société;
- une ordonnance enjoignant à une personne de démissionner d'un ou de plusieurs des postes qu'elle occupe à titre d'administrateur ou de dirigeant d'un émetteur, ou interdisant à une personne de devenir un administrateur ou un dirigeant d'un émetteur ou de remplir ces fonctions;
- une ordonnance enjoignant à un participant au marché de se soumettre à une révision de ses pratiques et d'effectuer les changements qu'ordonne la Commission;
- si le droit ontarien des valeurs mobilières n'a pas été respecté, une ordonnance portant, selon le cas, qu'un communiqué, un rapport, un prospectus provisoire, un prospectus, un relevé, un état financier, une circulaire d'information, une circulaire d'offre d'achat visant la mainmise, une circulaire d'offre de l'émetteur, une notice d'offre, une sollicitation de procurations ou tout autre document mentionné dans l'ordonnance soit remis ou ne soit pas remis à une personne ou à une société, ou soit modifié;
- une ordonnance réprimandant une personne ou une société.

Lorsque les articles pertinents des Modifications de 2002 seront promulgués, si cela est dans le meilleur intérêt du public et si elle détermine qu'une personne ou une société a enfreint les lois

ontariennes sur les valeurs mobilières, la Commission pourra également exercer les pouvoirs suivants :

- ordonner à la personne ou à la société de verser une amende administrative, jusqu'à concurrence de 1 000 000 $ pour chaque infraction;
- ordonner à la personne ou à la société de restituer tout bénéfice réalisé par suite de l'infraction.

C) CONSERVATION PROVISOIRE DES BIENS

En vertu de l'article 126, la Commission est habilitée à rendre une ordonnance portant sur la conservation provisoire des biens (une ordonnance de « blocage »).

D) PAIEMENT DES FRAIS

En vertu de l'article 127.1, la Commission peut ordonner à une personne ou à une société de payer les frais d'enquête ou les frais directs ou indirects d'une audience.

E) REQUÊTES PRÉSENTÉES AU TRIBUNAL

En vertu de l'article 128, la Commission peut, par voie de requête, demander à la Cour une déclaration portant qu'une personne ou une compagnie ne s'est pas conformée au droit ontarien des valeurs mobilières. Si le tribunal fait une telle déclaration, il peut également rendre toute ordonnance qu'il juge appropriée. Le paragraphe 128(3) contient une liste non exhaustive des ordonnances qu'un tribunal peut rendre[447].

F) NOMINATION D'UN SÉQUESTRE

En vertu de l'article 129, la Commission peut également, par voie de requête, demander à la cour de rendre une ordonnance nommant un séquestre, un administrateur-séquestre, un syndic ou un liquidateur pour la totalité ou une partie des biens d'une personne ou d'une société.

20.4 Questions d'ordre constitutionnel et politique concernant les pouvoirs de la Commission

Le Comité a également tenté de déterminer si certains pouvoirs du tribunal en vertu du paragraphe 128(3) de la Loi pourraient être conférés de manière appropriée à la Commission. À

---

[447] La liste contient entre autres les ordonnances suivantes : une ordonnance enjoignant de se conformer au droit ontarien des valeurs mobilières; une ordonnance interdisant à la personne d'agir à titre de dirigeant ou d'administrateur, ou interdisant à la personne ou à la société d'agir à titre de promoteur d'un participant au marché; une ordonnance enjoignant à la personne ou à la société d'indemniser une personne ou une compagnie lésée ou d'effectuer une restitution à celle-ci et une ordonnance enjoignant à la personne ou à la société de remédier à toute absence de conformité passée avec le droit ontarien des valeurs mobilières.

cet égard, nous nous sommes demandé si des contraintes constitutionnelles limitaient l'élargissement possible des pouvoirs de la Commission[448].

Aux termes de la *Loi constitutionnelle de 1867*, les provinces disposent des pouvoirs voulus pour adopter des lois relativement à l'administration de la justice sur leur territoire, notamment la création de tribunaux provinciaux[449]. Par contre, les juges des cours supérieures, de district et de comté sont nommés par le gouverneur général et leurs salaires sont fixes et versés par le gouvernement fédéral[450]. Ces dispositions de la *Loi constitutionnelle de 1867* ont traditionnellement été interprétées de façon à empêcher les gouvernements provinciaux de conférer aux tribunaux provinciaux des pouvoirs « judiciaires », sous prétexte qu'ils ne pouvaient être exercés que par des juges nommés par le gouvernement fédéral aux cours supérieures, de district et de comté[451]. Cette conception des pouvoirs des tribunaux provinciaux a été assouplie au fil des ans. Plus précisément, les cours ont reconnu les différentes fonctions de ces tribunaux dans le contexte de leurs régimes législatifs respectifs et ont adopté une démarche plus large pour analyser la validité de leurs pouvoirs. La Cour suprême du Canada a conçu un test en trois étapes pour déterminer si un pouvoir conféré à un tribunal provincial contrevenait à la notion du partage des pouvoirs en vertu de la *Loi constitutionnelle de 1867*[452].

1. Le pouvoir contesté est-il en grande partie conforme au pouvoir ou à la compétence exercé par les cours supérieures, de district ou de comté à l'époque de la Confédération?
   - Si la réponse est non, le pouvoir peut être valablement conféré à un tribunal.
   - Si la réponse est oui, il convient d'examiner la deuxième question.

2. La fonction du tribunal est-elle de nature judiciaire (c.-à-d. le tribunal s'emploie-t-il à régler un différend privé en appliquant un ensemble de règles reconnues, d'une manière équitable et impartiale)?
   - Si une grande partie des activités du tribunal ne consiste pas à régler des différends privés entre des parties opposées, la réponse à cette question est peut-être « non ». Cependant, si le tribunal s'emploie principalement à trancher des questions de droit

---

448 La Commission, en vertu de l'article 127, est présentement habilitée à rendre plusieurs ordonnances identiques ou semblables aux ordonnances que peut rendre le tribunal en vertu de l'article 128(3), notamment : une ordonnance enjoignant de se soumettre à une révision des pratiques et des procédures effectuée par la Commission, une ordonnance portant qu'un document particulier soit remis ou ne soit pas remis à une personne ou à une société, ou qu'il soit modifié, et une ordonnance interdisant à une personne d'agir à titre de dirigeant ou d'administrateur d'un émetteur.

449 *Loi constitutionnelle de 1867*, paragraphe 92(14).

450 *Loi constitutionnelle de 1867* (Canada), articles 96 et 100. Ces dispositions visent à protéger l'indépendance des juges.

451 Par exemple, voir la décision de Lord Atkin dans *Toronto Corporation v. York Corporation* [1938], A.C. 414.

452 Voir la *Residential Tenancies Act* (N.-É.) (1996), 131 D.L.R. (4th) 609; *Massey Ferguson Industries Ltd. v. Sask.* [1981], 127 D.L.R. (3d) 513.

ou à régler des différends privés, il peut être considéré comme exerçant des pouvoirs judiciaires.

- Si le tribunal exerce en effet ces pouvoirs, il convient d'examiner la troisième question.

3. Si le tribunal exerce des pouvoirs judiciaires, est-ce que sa fonction dans son ensemble, dans son contexte institutionnel intégral, enfreint l'article 96?

   - Il importe de tenir compte de tous les pouvoirs du tribunal. Si le pouvoir judiciaire est accessoire aux pouvoirs administratifs du tribunal, l'article 96 n'est pas enfreint. Si la fonction judiciaire ou décisionnelle est la fonction unique ou centrale du tribunal, le pouvoir est invalide.

Le mandat de la Commission est de réglementer l'industrie des valeurs mobilières de façon à protéger efficacement les investisseurs tout en favorisant le fonctionnement des marchés financiers justes et efficaces et la confiance en ceux-ci. La Cour suprême du Canada a reconnu l'importance de ce mandat, ainsi que le vaste pouvoir discrétionnaire d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières pour déterminer ce qui est dans l'intérêt public[453]. Par conséquent, il nous semble probable que les tribunaux considéreraient l'exercice par la Commission d'un ou de plusieurs des pouvoirs du tribunal en vertu de l'article 128(3) comme étant accessoire aux pouvoirs administratifs de la Commission. Cependant, cette question devrait être analysée au moment de l'examen de tout nouveau pouvoir proposé pour la Commission.

---

[453] *Pezim v. British Columbia (Superintendent of Brokers)* [1994], 114 D.L.R. (4th) 385; *British Columbia (Securities Commission) v. Branch* [1995], 123 D.L.R. (4th) 462.

CHAPITRE 21

DE QUELS NOUVEAUX POUVOIRS LA COMMISSION DEVRAIT-ELLE ÊTRE DOTÉE?

Nous avons fondé notre analyse sur le principe qu'une certaine souplesse doit être accordée à la Commission en ce qui a trait à l'éventail des sanctions qu'elle peut imposer. Par exemple, dans certaines situations, l'annulation de dispenses ou une réprimande risquent de ne pas transmettre un message de dissuasion suffisant. Dans d'autres cas, le fait d'imposer une interdiction d'opérations n'est pas nécessairement approprié puisque cela peut être préjudiciable aux actionnaires innocents de l'émetteur. Dans certaines circonstances, une pénalité administrative pourrait être la sanction la plus appropriée.

21.1 Pénalité administrative

Au moment où nous avons publié le rapport préliminaire, la Commission n'était pas habilitée à ordonner le paiement d'une pénalité administrative. Nous avons recommandé que l'article 127 de la Loi soit modifié afin d'ajouter une nouvelle disposition autorisant la Commission, dans les cas où elle considère que c'est dans l'intérêt public et si elle détermine qu'une personne ou société a enfreint les mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières, à rendre une ordonnance obligeant la personne ou la société concernée à payer une pénalité administrative pouvant s'élever à 1 000 000 $ par infraction. Le gouvernement de l'Ontario a adopté cette recommandation dans les modifications qui ont été apportées en 2002. Nous expliquons ci-dessous les raisons qui nous ont poussés à faire cette recommandation.

A) AUTRES TERRITOIRES DE COMPÉTENCE

Le nouveau pouvoir qu'il est proposé de conférer à la Commission, soit l'imposition d'une pénalité administrative, est conforme à celui des autres entités administratives, y compris les organismes de réglementation des valeurs mobilières en Colombie-Britannique, en Alberta, en Saskatchewan, au Manitoba, au Québec et en Nouvelle-Écosse, de même qu'au Royaume-Uni. La SEC est également dotée de ce pouvoir, bien qu'il ne puisse être exercé que dans certaines situations[454]. En Colombie-Britannique, en Alberta, en Saskatchewan, au Manitoba et en

---

[454] La SEC peut imposer des pénalités administratives allant de 5 000 à 100 000 $US à une personne physique et de 50 000 à 500 000 $US à toute autre personne, pour chaque infraction. Ce pouvoir se limite aux procédures particulières stipulées au paragraphe 21B(a) de la Loi de 1934, qui correspondent aux procédures engagées contre des personnes en vertu des clauses 15(b)4, 15(b)6, 15D, 15C ou 17A de la Loi de 1934, c'est-à-dire des professionnels travaillant dans des entités réglementées et dans le secteur des valeurs mobilières, comme des courtiers en valeurs mobilières, des conseillers en placement et des agents de transfert. (Ces dispositions se retrouvent dans les articles suivants de la Loi de 1934 : article 15 – Enregistrement et réglementation des courtiers; article 15B – Valeurs mobilières municipales; article 15C – Courtiers en valeurs mobilières gouvernementales; article 15D – Analystes en valeurs mobilières et rapports de recherche; article 17A – Système national de compensation et de règlement des opérations sur valeurs mobilières.)

Nouvelle-Écosse, les commissions peuvent ordonner le paiement d'une pénalité administrative si elles déterminent qu'il y a eu une infraction à la Loi, aux règlements ou à une décision (et à un engagement écrit envers la Commission ou son directeur en vertu des lois de la Saskatchewan et du Manitoba) et s'il est dans l'intérêt public de le faire. En vertu de la Loi au Québec, la Commission peut imposer une pénalité administrative si elle prend connaissance de faits établissant le défaut de s'acquitter d'une obligation en vertu de cette loi ou des règlements. De même, les dispositions des lois applicables aux États-Unis et au Royaume-Uni associent le fait d'imposer une pénalité administrative à la constatation d'une infraction. En outre, la Bourse de Toronto (par l'entremise de RS Inc.) et l'ACCOVAM ont le droit d'imposer des pénalités en cas d'inobservation des exigences applicables[455].

B) PORTÉE DES PÉNALITÉS ADMINISTRATIVES

Le fait d'accorder à la Commission le pouvoir d'imposer une pénalité administrative lui permettra d'adapter les sanctions aux circonstances propres à chaque cas. La pénalité administrative que la Commission peut imposer ne devrait pas être considérée simplement comme la « rançon des affaires » ou comme des droits de permis. Plus la faute sanctionnée est grave, plus il est important que la Commission lance un message convaincant au marché. À notre avis, un montant maximal de 1 000 000 $ par infraction est suffisant pour permettre à la Commission de transmettre un message dissuasif approprié, compte tenu notamment de la gravité et de l'incidence de la pratique en cause et de la nature des parties intimées qui font l'objet des poursuites.

Différentes méthodes peuvent être utilisées pour déterminer les modalités d'application des pénalités administratives. Par exemple, les pénalités peuvent être appliquées selon différentes échelles. Cela signifie que les particuliers peuvent être assujettis à des pénalités moins élevées que les personnes morales, et les pénalités peuvent augmenter si la pratique était délibérée et selon le préjudice qu'elle a entraîné. Nous ne croyons pas que la pénalité administrative pouvant être imposée par la Commission devrait être échelonnée. Nous sommes d'avis que le fait

---

455 La Commission des valeurs mobilières de l'Alberta peut imposer une pénalité administrative maximale de 100 000 $ à un particulier et de 500 000 $ à toute autre personne ou société, pour chaque infraction ou manquement à la Loi de l'Alberta. La Commission des valeurs mobilières du Manitoba peut imposer une pénalité administrative maximale de 100 000 $ à un particulier et de 500 000 $ à toute autre personne ou société. Le montant de la pénalité administrative maximale que peut imposer la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique a été récemment augmenté, passant de 100 000 $ à 250 000 $ pour les particuliers et à 500 000 $ pour les sociétés. En Saskatchewan et en Nouvelle-Écosse, les commissions peuvent imposer dans chaque cas une pénalité administrative maximale de 100 000 $. La Commission des valeurs mobilières de la Saskatchewan peut également rendre une ordonnance enjoignant à une personne ou à une société de payer le coût de production du matériel exigé par la Commission pour informer le public au sujet des questions liées aux investissements et à la réglementation, sous réserve d'un maximum de 100 000 $. La Commission des valeurs mobilières du Québec peut imposer une pénalité administrative maximale de 1 000 000 $. La FSA peut également imposer une pénalité, sans maximum stipulé, en vertu de la *Financial Services and Markets Act 2000* (R.-U.), 2000, chapitre c.8. L'ACCOVAM et la Bourse de Toronto (par l'entremise de RS Inc.) ont le droit d'imposer des pénalités qui ne dépassent pas 1 000 000 $ (par infraction, dans le cas de l'ACCOVAM) ou un montant équivalant au triple du profit réalisé par la personne par suite de l'infraction, selon le montant le plus élevé.

d'établir un montant maximal de 1 000 000 $ par infraction donne à la Commission la souplesse nécessaire pour tenir compte des circonstances propres à chaque cas, y compris la gravité et l'incidence de la pratique et la nature de la partie intimée.

Une autre façon d'appliquer les pénalités administratives consiste à préciser que la pénalité est appliquée « par infraction » ou « par violation ». Cette méthode est utilisée dans la Loi de l'Alberta et c'est celle que nous avons recommandée dans le rapport préliminaire[456]. À notre avis, lorsque la Commission découvre que des infractions séparées et distinctes au droit ontarien des valeurs mobilières ont été commises, le pouvoir d'imposer une pénalité pour chaque infraction lui permet d'adapter la sanction à la pratique en question et lui donne la souplesse nécessaire pour sanctionner une pratique qui peut être plus grave, comme en fait foi notamment le nombre d'infractions. Le gouvernement de l'Ontario a adopté cette recommandation dans la disposition relative aux pénalités administratives des Modifications de 2002[457].

C) CIRCONSTANCES JUSTIFIANT L'IMPOSITION DE PÉNALITÉS ADMINISTRATIVES

Comme c'est le cas pour les organismes de réglementation des valeurs mobilières dans les autres territoires de compétence du Canada susmentionnés, nous avons recommandé que la Commission ne puisse imposer une pénalité administrative que s'il y a eu une infraction au droit ontarien des valeurs mobilières et qu'il est dans l'intérêt public qu'elle le fasse. Nous savons que la Commission dispose d'autres recours (par exemple, la révocation d'une inscription) qui n'exigent pas qu'il y ait eu une infraction au droit ontarien des valeurs mobilières, mais simplement la constatation d'une pratique contraire à l'intérêt public. Nous admettons, toutefois, que l'imposition d'une pénalité administrative peut être considérée comme un type de recours différent de ceux qui sont présentement énumérés à l'article 127 de la Loi et que les principes de justice naturelle sont mieux servis en associant l'imposition d'une pénalité administrative à une infraction manifeste au droit ontarien des valeurs mobilières. Le gouvernement de l'Ontario a adopté cette recommandation dans les Modifications de 2002[458].

Dans le rapport préliminaire, nous avons vivement recommandé à la Commission d'expliquer clairement les aspects dont elle a tenu compte pour décider d'imposer la pénalité et pour en fixer le montant, dans les motifs qu'elle fournira pour imposer celle-ci. Un des observateurs a suggéré qu'il serait plus utile pour la Commission et les conseils chargés d'informer les clients au sujet des sanctions que ces principes soient exposés dans la Loi ou au moins dans les règlements[459]. Nous comprenons que, en dehors du processus de commentaires, d'autres personnes ont elles

---

456 Loi de l'Alberta, paragraphe 199(1).

457 Le paragraphe 183(1) des modifications de 2002 ajoute l'alinéa suivant au paragraphe 127(1) de la Loi :

> 9. Si une personne ou une société ne s'est pas conformée au droit ontarien des valeurs mobilières, une ordonnance peut être rendue, obligeant la personne ou la société concernée à payer une pénalité administrative maximale de 1 000 000 $ par manquement.

458 *Ibid.*

459 Voir la lettre d'observations de Gowling Lafleur Henderson s.r.l.

aussi exprimé des préoccupations à l'égard de la cohérence des sanctions imposées par la Commission. Il est clair que la Commission a le pouvoir discrétionnaire de déterminer ce qui constitue une sanction appropriée, en tenant compte de toutes les circonstances propres à un cas. Il serait toutefois utile que la Commission explique d'une certaine façon, en établissant par exemple un ensemble de principes ou de lignes directrices, les éléments qui peuvent être pris en compte pour déterminer la sanction qu'il convient d'appliquer dans le contexte de la procédure administrative[460]. Nous croyons que cette explication ne devrait pas se limiter aux considérations s'appliquant au fait d'ordonner des pénalités administratives, mais qu'elle devrait plutôt couvrir toutes les sanctions prévues à l'article 127.

D) QUESTIONS D'ORDRE CONSTITUTIONNEL

Bien qu'un certain nombre d'entités administratives, y compris les organismes de réglementation des valeurs mobilières, aient le droit d'imposer une pénalité administrative, il se pourrait qu'une pénalité administrative de l'ampleur recommandée par le présent Comité soit contestée comme étant de nature pénale et ait pour effet de modifier la nature administrative des instances de la Commission et de soulever des questions concernant la constitutionnalité ou même la *Charte canadienne des droits et libertés*[461].

Nous n'avons pas connaissance de décisions dans lesquelles une pénalité administrative prévue par les lois sur les valeurs mobilières dans d'autres territoires de compétence au Canada a été examinée en invoquant les droits en vertu de la *Charte*. En fait, dans deux causes en Colombie-Britannique, le pouvoir relatif aux pénalités administratives a résisté aux contestations[462]. Dans une décision de la Cour suprême de la Colombie-Britannique, la cour a conclu que l'introduction

---

460 On peut trouver des exemples dans la FSA et l'ACCOVAM. En vertu de la *Financial Services and Markets Act 2000* (précité à la note 455), la FSA est tenue de publier des énoncés de politique relativement à l'imposition de pénalités financières aux entreprises et aux personnes approuvées. La FSA est tenue de prendre en compte ces énoncés de politique lorsqu'elle exerce, ou décide d'exercer, ses pouvoirs dans certaines circonstances. Ces énoncés de politique sont exposés dans la section du manuel de la FSA relative à l'exécution des mesures législatives. En janvier 2003, l'ACCOVAM a publié ses *Lignes directrices sur les sanctions disciplinaires*. Ce document décrit les principes généraux et les lignes directrices préparés par le personnel de l'association qui peuvent être pris en considération par le conseil de section pour déterminer la sanction à imposer dans le cadre d'une entente de règlement ou au terme d'une procédure disciplinaire introduite en vertu du Statut 20 de l'ACCOVAM.

461 Cette question a été examinée par la Cour suprême du Canada, bien que dans un contexte différent, dans *R. v. Wigglesworth* [1987], 2 S.R.C. 541. Dans ce cas, un agent de la GRC a été reconnu coupable de voies de fait sur la personne d'un prisonnier en vertu de la *Loi sur la Gendarmerie royale du Canada* et a écopé d'une pénalité de 300 $ imposée par un tribunal militaire de la GRC. Il a été inculpé par la suite de voies de fait criminelles pour le même incident. La Cour suprême du Canada a jugé que les droits en vertu du paragraphe 11(h) de la *Charte* n'avaient pas été violés par les deux procédures. Le paragraphe 11(h) de la *Charte* décrit le droit d'une personne qui est reconnue coupable et punie pour une infraction de ne pas être jugée ou punie de nouveau pour la même infraction. Dans son examen de la question, la Cour a déclaré que la possibilité qu'une pénalité administrative entraîne des conséquences pénales augmente avec son ampleur : « À mon avis, une conséquence pénale véritable qui justifierait l'application de l'article 11 est une peine d'emprisonnement ou une pénalité qui, de par son ampleur, serait perçue comme étant imposée dans le but de punir le méfait commis envers la société en général plutôt que de maintenir la discipline interne dans une sphère d'activité limitée » (par J. Wilson).

462 La Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique a été la première au Canada à être habilitée à imposer des pénalités administratives.

de pénalités administratives dans la Loi de la Colombie-Britannique ne changeait pas le caractère général de cette loi et qu'elle demeurait un régime réglementaire et n'était pas, par conséquent, transformée en une loi pénale[463]. Dans une décision plus récente, la Cour d'appel de la Colombie-Britannique a également jugé que la disposition relative aux pénalités administratives dans la *Loi de la Colombie-Britannique* ne modifiait pas le caractère fondamental de cette loi en tant que loi de nature réglementaire[464]. Dans sa décision, la Cour d'appel a fait référence à la décision de la Cour suprême du Canada dans l'affaire *Asbestos* (qui faisait référence à la compétence relative à l'intérêt public de la Commission en vertu de l'article 127 de la Loi). Dans son examen de la décision dans l'affaire *Asbestos*, la Cour d'appel de la Colombie-Britannique a fait remarquer que, même si la Loi ne prévoit pas de pénalités administratives (en Ontario), une telle pénalité est conforme à la catégorie de sanctions mentionnées par le juge Iacobucci dans l'affaire *Asbestos*, qui déclarait :

> Les techniques d'application de la Loi couvrent un large éventail allant des sanctions purement réglementaires ou administratives aux sanctions pénales graves. Les sanctions administratives sont celles qui servent le plus fréquemment et elles sont regroupées à l'art. 127 sous l'intertitre « Ordonnances rendues dans l'intérêt public ». Ces ordonnances ne sont pas de nature punitive : *Re Albino* (1991), 14 O.S.C.B. 365. L'objet d'une ordonnance rendue en vertu de l'art. 127 est plutôt d'empêcher à l'avenir toute conduite future qui risque de porter atteinte à l'intérêt public dans le maintien de marchés financiers justes et efficaces. Le rôle de la CVMO en vertu de l'art. 127 consiste à protéger l'intérêt public en interdisant l'accès aux marchés financiers aux personnes dont la conduite antérieure est à ce point abusive qu'elle justifie la crainte d'une conduite ultérieure susceptible de nuire à l'intégrité des marchés financiers : *Re Mithras Management Ltd.* (1990), 13 O.S.C.B. 1600. Par contraste, c'est aux cours de justice qu'il appartient de punir ou de corriger une conduite antérieure, en vertu respectivement des articles 122 et 128 de la Loi : voir D. Johnston et K. Doyle Rockwell, *Canadian Securities Regulation* (2e éd., 1998), pp. 209-211[465].

Les commentaires de la Cour d'appel de la Colombie-Britannique corroborent notre opinion selon laquelle le pouvoir d'imposer une pénalité administrative, prévu dans les lois sur les valeurs mobilières, permet d'imposer une sanction administrative appropriée.

La majorité des commentaires que nous avons reçus à l'égard de cette recommandation, énoncée dans le rapport préliminaire, y étaient généralement favorables. Un observateur estimait que la pénalité maximale devrait être plus élevée[466]. Certains observateurs ont fait des suggestions quant à la structure et à l'application de la disposition relative aux pénalités administratives[467]. En outre, quelques observateurs étaient en désaccord avec notre recommandation[468]. Les préoccupations soulevées par ces observateurs portaient entre autres sur le fait que de telles

---

463 *British Columbia (Securities Commission) v. Simonyi-Gindele*, [1992] B.C.J. n° 2893 Vancouver A 921540. (Cette affaire ne comprenait pas une contestation fondée sur la Charte.)

464 *Johnson v. British Columbia (Securities Commission)*, [2001] B.C.J. n° 2103 (B.C.C.A.).

465 *Asbestos*, précité à la note 441, par. 43, cité dans *Johnson*, *ibid.*

466 Voir la lettre d'observations du Nouveau parti démocratique de l'Ontario.

467 Voir les lettres d'observations de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l. et de Gowling Lafleur Henderson s.r.l.

468 Voir les lettres d'observations du sous-comité sur les lois sur les valeurs mobilières de l'Association du Barreau de l'Ontario, de Simon Romano et de BMO Nesbitt Burns.

pénalités devraient être imposées par un juge et qu'il ne convient peut-être pas, du point de vue constitutionnel, de mettre ce pouvoir en application à l'échelle provinciale. Pour les raisons énoncées ci-dessus et au chapitre 20 du présent rapport, nous ne sommes pas d'accord avec ces commentaires.

Recommandation :

Nous recommandons que la Commission fournisse une orientation sous la forme d'un ensemble de principes ou de lignes directrices énonçant les éléments qui peuvent être pris en considération pour déterminer la sanction qu'il convient d'appliquer dans le contexte des procédures administratives en vertu de l'article 127 de la Loi.

21.2 Remboursement des bénéfices

Dans certaines circonstances, la pratique en question peut avoir donné lieu à un gain financier pour la personne ou la société qui contrevient au droit ontarien des valeurs mobilières. Dans de tels cas, bien que d'autres sanctions soient également appropriées, il semble inacceptable que cette personne ou société soit autorisée à conserver un profit obtenu illégalement. Une ordonnance enjoignant le remboursement de ce profit contribuerait à maximiser l'effet dissuasif de la sanction globale.

La SEC a le droit d'ordonner le remboursement et la reddition de comptes, à la fois dans le contexte d'une ordonnance de cesser et de s'abstenir et d'une ordonnance recommandant le paiement d'une pénalité administrative, et a adopté des règles spéciales à cet égard[469]. Étant donné que le but principal d'une telle ordonnance est de priver l'auteur du méfait des gains mal acquis, le montant du remboursement se limite au montant des gains illégaux[470]. Dans le rapport préliminaire, nous avons recommandé que l'article 127 de la Loi soit modifié afin d'ajouter une nouvelle disposition autorisant la Commission, dans les cas où elle considère que c'est dans l'intérêt public et si elle détermine qu'une personne ou société a enfreint les mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières, à rendre une ordonnance obligeant la personne ou la société concernée à rembourser les profits réalisés par suite de la violation. Le gouvernement de

---

[469] Loi de 1993, paragraphe 8A(e); loi de 1934, paragraphes 21C(e) et 21B(e), et règles de pratique de la SEC – *Rules Regarding Disgorgement and Penalty Payments* (Règles relatives au remboursement et aux paiements des pénalités), règles 600, 601, 610 à 614, 620 et 630.

[470] Les fonds recouvrés par la SEC dans de telles circonstances sont généralement versés dans un compte de garantie bloqué établi au profit de ceux qui ont été lésés par l'activité illégale. Les fonds sont administrés et distribués conformément à un plan qui est soumis à la division de la SEC responsable de l'exécution de la loi (à moins d'une ordonnance contraire). Le plan doit décrire les méthodes utilisées pour sélectionner un administrateur qui sera chargé de surveiller le fonds et de traiter les demandes d'indemnisation, ainsi que les méthodes utilisées pour la soumission et l'approbation des demandes d'indemnisation. Le plan doit être publié en vue d'obtenir des commentaires et est soumis à l'approbation de la SEC ou d'un agent d'audience. Les honoraires et les frais d'administration du plan sont généralement payés d'abord à même les intérêts accumulés sur les fonds remboursés et ensuite à même les fonds en soi. Les fonds qui ne sont pas distribués peuvent devenir la propriété du Trésor américain.

l'Ontario a adopté notre recommandation et a inclus ce pouvoir dans les modifications de 2002[471].

21.3 Affectation des sommes versées sous forme de pénalités administratives ou de remboursements de profits

Nous avons tenté de déterminer de quelle façon les sommes versées à la Commission en raison de pénalités administratives ou de remboursements de bénéfices devraient être affectées. En étudiant cette question dans le rapport préliminaire, nous avons examiné comment la Loi règle la question des sommes versées en raison d'une entente de règlement[472]. Nous avons également examiné comment les autres provinces abordent le sujet des pénalités administratives. À cette fin, nous aborderions de façon analogue le sujet des sommes versées en vertu d'une entente de règlement, d'une pénalité administrative ou d'une ordonnance de remboursement de profits.

La Loi permet à la Commission de conserver pour son propre usage les droits qu'elle impute et les recettes qu'elle tire de l'exercice de ses pouvoirs et fonctions[473]. Le ministre des Finances peut obliger la Commission à verser au Trésor les fonds excédentaires qu'elle accumule, si le versement ne nuit pas à la capacité de la Commission d'acquitter ses dettes, de respecter ses obligations à échéance ou de remplir ses engagements contractuels. Les sommes que la Commission reçoit en règlement de poursuites doivent être versées au Trésor, à moins que les sommes lui aient été versées a) en remboursement des frais et dépens qu'elle a engagés ou doit engager et b) « selon les termes du règlement en vue de leur distribution à des tiers ou à leur profit »[474]. Les paiements des règlements que reçoit la Commission sont déposés dans un compte distinct et sont détenus en fiducie au profit de tiers.

Les provinces ont adopté différentes méthodes en ce qui concerne l'affectation des pénalités administratives imposées par les commissions des valeurs mobilières. L'Alberta exige que les sommes reçues en raison de pénalités administratives soient utilisées pour des « projets ou des activités qui... améliorent ou pourraient améliorer le marché financier en Alberta »[475]. La

---

471 Le paragraphe 183(1) des modifications de 2002 ajoute l'alinéa suivant au paragraphe 127(1) de la Loi :
10. Si une personne ou une société ne s'est pas conformée au droit ontarien des valeurs mobilières, une ordonnance peut être rendue, obligeant la personne ou la société concernée à rembourser à la Commission tout montant obtenu par suite de l'absence de conformité.

472 Nous avons examiné l'article 3.4 de la Loi tel qu'il existait avant les modifications de 2002.

473 La Loi, paragraphe 3.4(1). Les sommes perçues doivent être affectées à l'exercice des pouvoirs et fonctions de la Commission.

474 La Loi, paragraphe 3.4(2). Ces dispositions ont été ajoutées à la Loi en 1997, lorsque la Commission est devenue un organisme autofinancé. Le but de l'exception au paragraphe 3.4(2) est de se prémunir contre un conflit d'intérêts réel ou perçu. Sans cette disposition, on pourrait soutenir que la Commission serait en mesure d'encourager les règlements, non parce qu'ils sont dans l'intérêt public, mais plutôt pour générer des recettes additionnelles.

475 En vertu du paragraphe 19(5) de la loi de l'Alberta, les pénalités administratives ne doivent pas être utilisées pour payer les frais d'exploitation normaux de la Commission et doivent seulement être utilisées « pour les projets ou les activités qui, de l'avis de la Commission, améliorent ou pourraient améliorer le marché financier en Alberta ».

Colombie-Britannique, le Québec et la Saskatchewan exigent généralement que les sommes provenant des pénalités administratives soient affectées à la promotion des connaissances des participants aux marchés financiers (ou plus précisément à l'éducation des investisseurs)[476].

Comme nous l'avons indiqué dans le rapport préliminaire, nous approuvons le processus prévu par la Loi pour traiter les sommes provenant des règlements négociés. Nous appuyons l'application du même processus aux sommes reçues en raison de pénalités administratives ou d'ordonnances de remboursement. Il nous semble raisonnable que, dans les cas où les marchés financiers ont subi un préjudice ou que les investisseurs ont subi des pertes, la Commission puisse décider que les sommes versées par un intimé en règlement d'une poursuite soient affectées au profit de tiers. Cette solution est également conforme au régime législatif de plusieurs autres provinces. Nous sommes heureux que le gouvernement de l'Ontario ait adopté cette recommandation dans les modifications de 2002, en modifiant le paragraphe 3.4(2) de la Loi[477].

Nous comprenons que les sommes versées à la Commission en règlement de poursuites, qui sont distribuées à des tiers ou à leur profit, ont par le passé été utilisées aux fins d'éducation des investisseurs. Bien que ceci soit un usage approprié, ces fonds pourraient être utilisés à d'autres fins, notamment pour indemniser les investisseurs qui ont été lésés par les infractions qui ont donné lieu au règlement à la Commission. Nous encourageons la Commission à étudier différentes solutions qui profiteraient aux tiers, à la lumière des circonstances particulières qui ont donné lieu au règlement, à la pénalité administrative ou au remboursement de bénéfices. Si la Commission détermine qu'il serait approprié d'ordonner que les sommes affectées à des tiers ou à leur profit soient utilisées pour les dédommager des pertes qu'ils ont subies, la Commission

---

476 En vertu du paragraphe 15(3) de la loi de la Colombie-Britannique, les sommes provenant des pénalités administratives peuvent être utilisées seulement « dans le but d'informer les participants aux marchés des valeurs mobilières des normes juridiques, réglementaires et déontologiques qui régissent l'exploitation du marché des valeurs mobilières en Colombie-Britannique ». En vertu de l'article 273.1 de la loi du Québec, les pénalités administratives doivent être versées dans un fonds désigné et « affectées à l'éducation des investisseurs ou à la promotion de leur intérêt général ». En vertu de l'alinéa 135.1(2)(b) de la loi de la Saskatchewan, la Commission peut rendre une ordonnance enjoignant à une personne ou à une société de payer le coût de production du matériel précisé par la Commission « pour informer les participants aux marchés des questions concernant la réglementation des marchés financiers et les placements ».

477 L'article 178 des modifications de 2002 abroge le paragraphe 3.4(2) de la Loi et le remplace par ce qui suit :
(2) La Commission doit verser au Trésor les sommes qu'elle reçoit en raison d'une ordonnance rendue en vertu de l'alinéa 9 ou 10 du paragraphe 127(1) de la présente Loi ou de l'alinéa 9 ou 10 du paragraphe 60(1) de la *Commodity Futures Act* ou en règlement de poursuites qu'elle a intentées, à l'exception des sommes verses;
a) pour rembourser à la Commission des frais et dépenses qu'elle a engagés ou doit engager;
b) selon les termes de l'ordonnance ou du règlement en vue de leur distribution à des tiers ou à leur profit, qui est approuvé par le ministre ou qui appartient à une catégorie de distributions approuvée par celui-ci.

devrait adopter le modèle de la SEC qui a recours à un fiduciaire pour administrer les fonds remboursés[478].

La majorité des observateurs ont appuyé notre recommandation visant à permettre à la Commission d'ordonner le remboursement des profits. Toutefois, certains ont été en désaccord avec le fait que la Commission devrait être habilitée à ordonner ce remboursement. Le fait que le pouvoir en question donne lieu à des questions complexes de fond et de procédure quant aux décisions relatives au droit et au montant, y compris les droits de participer aux procédures et d'en appeler des décisions, comptait au nombre des préoccupations soulevées[479]. Nous avons reconnu, dans le rapport préliminaire, qu'il peut y avoir des questions d'ordre procédural associées à une ordonnance de remboursement de profits, y compris des questions concernant le processus suivi pour déterminer qui a droit à ces montants et dans quelle proportion. Nous croyons que ces questions peuvent être surmontées et nous prévoyons qu'un certain mécanisme devra être mis en place pour les régler. Par exemple, les règles de la SEC portant sur les paiements de remboursement englobent des règles traitant des intérêts sur les montants remboursés, de la soumission d'un plan de répartition proposé, du contenu d'un tel plan, de la remise d'un avis relativement au plan et à la possibilité faire des commentaires, de l'approbation du plan, de la gestion du plan, ainsi que du droit de contester une ordonnance de remboursement[480]. Le gouvernement de l'Ontario a stipulé, dans les modifications de 2002, que le lieutenant-gouverneur en conseil est habilité à établir des règlements relatifs à la gestion et à la répartition des sommes remboursées en raison d'une ordonnance de remboursement rendue par la Commission[481]. Nous suggérons d'examiner s'il conviendrait que la Commission ait des pouvoirs réglementaires partagés à cet égard. Par ailleurs, la Commission pourrait utiliser le pouvoir qui lui est conféré en vertu de la *Loi sur l'exercice des compétences légales* pour établir les règles régissant la pratique et la procédure dont elle est saisie[482]. Nous faisons remarquer que les Modifications de 2002 renferment également une disposition traitant de la participation aux procédures en vertu desquelles une ordonnance de remboursement peut être rendue, en précisant

---

478 Il est intéressant de noter que le paragraphe 308(a) de la *Loi Sarbanes-Oxley 2002* prévoit que, lorsque l'on ordonne que les montants soient versés sous forme de remboursement et que la SEC se voit accorder l'imposition d'une pénalité civile à une personne, la SEC peut demander ou ordonner que le montant de la pénalité civile soit ajouté au fonds de remboursement.

479 Voir la lettre d'observations de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l.

480 Règles de pratique de la SEC – *Rules Regarding Disgorgement and Penalty Payments* (Règles relatives au remboursement et aux paiements des pénalités), précitées à la note 469.

481 Les Modifications de 2002, paragraphe 187(4).

482 *Loi sur l'exercice des compétences légales*, L.R.O. 1990, c. S. 22, paragraphe 25.1(1).

qu'aucun droit de participer n'est accordé du seul fait d'avoir une réclamation contre la partie intimée ou d'avoir le droit de recevoir tout montant remboursé en vertu de l'ordonnance[483].

Recommandation :

Nous suggérons d'examiner s'il conviendrait que la Commission ait un pouvoir réglementaire pour traiter les questions relatives à la gestion et à la répartition des sommes dont elle ordonne le remboursement.

21.4 Disposition relative à l'attribution

Avant l'adoption des Modifications de 2002, la Loi ne renfermait pas de disposition générale relative à l'attribution qui rendrait les dirigeants, les administrateurs et certaines autres personnes responsables de l'infraction au droit ontarien des valeurs mobilières par une société s'ils y ont donné leur autorisation, leur permission ou leur consentement[484]. Cependant, en vertu du paragraphe 122(3) de la Loi, chaque administrateur et dirigeant d'une société ou d'une personne, autre qu'un particulier, qui donne son autorisation, sa permission ou son consentement à une infraction aux termes de la Loi par la société ou la personne est coupable d'une infraction et est passible des mêmes pénalité et peine d'emprisonnement maximales qu'en vertu de la disposition générale relative aux infractions du paragraphe 122(1). Cette disposition s'applique indépendamment du fait qu'une accusation a été portée ou qu'un verdict de culpabilité a été rendu contre la société ou la personne relativement à l'infraction.

Il est certes possible que la disposition relative à l'attribution contenue au paragraphe 122(3) soit suffisamment générale pour s'appliquer à toute procédure engagée relativement à une prétendue infraction au droit ontarien des valeurs mobilières. Toutefois, on peut également soutenir que, compte tenu de la référence aux conséquences d'une condamnation dans de telles circonstances, ce paragraphe sur l'attribution s'applique uniquement dans le contexte d'une procédure engagée en vertu de l'article 122 de la Loi. L'un des commentaires formulés à l'égard de la recommandation du Comité visant à ce que la Commission soit habilitée à ordonner une pénalité administrative soulignait le fait qu'il n'est pas établi clairement si la pénalité administrative s'appliquerait également aux dirigeants et aux administrateurs lorsqu'une société a enfreint le

---

483 Le paragraphe 183(2) des Modifications de 2002 ajoute l'alinéa suivant à l'article 127 de la Loi :
(3.1) Une personne ou une société n'est pas autorisée à participer à une procédure selon laquelle une ordonnance peut être rendue en vertu de l'alinéa 10 du paragraphe (1) uniquement parce que cette personne ou cette société a le droit d'intenter une action contre la partie intimée ou de recevoir tout montant remboursé en raison de l'ordonnance.

484 Voir, par exemple, l'article 168.2 de la Loi de la Colombie-Britannique qui stipule ce qui suit :
« Si une personne, autre qu'un particulier, enfreint une disposition de la présente Loi ou des règlements ou ne respecte pas une décision, un employé, un dirigeant, un administrateur ou un agent de la personne qui donne son autorisation, sa permission ou son consentement relativement à l'infraction ou au non-respect enfreint lui aussi la disposition ou ne respecte pas lui non plus la décision, selon le cas. »

droit ontarien des valeurs mobilières[485]. Nous croyons à juste titre que la Loi doit contenir un article général sur l'attribution afin d'énoncer clairement que le principe décrit au paragraphe 122(3) devrait s'appliquer à toute procédure se rapportant à une infraction au droit ontarien des valeurs mobilières et non aux procédures intentées en vertu de l'article 122 uniquement. Les Modifications de 2002 renferment une disposition de ce genre[486].

21.5 Manquement à un engagement

Dans de nombreuses situations, certaines personnes ou sociétés qui font affaire avec la Commission « s'engagent » envers la Commission à prendre certaines mesures. Ces engagements peuvent être pris dans le cours normal des affaires avec la Commission envers le directeur exécutif, un directeur ou un membre du personnel, selon les circonstances. Dans le cadre du dépôt d'un prospectus, par exemple, des engagements peuvent être pris relativement au dépôt de documents. Dans le contexte de l'exécution de la loi, un engagement peut faire partie des conditions d'un règlement relativement à une question qui fait l'objet d'une enquête, d'un examen ou d'une instance.

La Commission n'est pas habilitée présentement à faire respecter un engagement. L'absence d'un pouvoir clair à cet égard pourrait influer sur la façon dont certaines personnes perçoivent le respect de leurs engagements.

Le Comité considère que les engagements jouent un rôle important dans le processus d'exécution de la loi en donnant à la Commission la souplesse nécessaire pour s'adapter aux circonstances particulières et obtenir des résultats qu'elle ne pourrait pas obtenir au moyen de procédures administratives. Nous croyons en outre qu'il est important que cette souplesse soit préservée, dans la mesure du possible, de façon à reconnaître la gravité des circonstances et à s'assurer qu'un engagement sera pris au sérieux. Pour atteindre cet objectif, une solution serait de considérer un manquement à un engagement comme une infraction au sens de la Loi

Le Comité a examiné les dispositions d'autres lois canadiennes sur les valeurs mobilières qui considèrent un manquement à un engagement comme une infraction[487]. En vertu de la loi du Québec, l'infraction est liée aux engagements envers la Commission des valeurs mobilières du Québec, aux termes de la loi de l'Alberta, l'infraction est liée aux engagements écrits donnés à la

---

485 Voir la lettre d'observations de Gowling Lafleur Henderson s.r.l.

486 L'article 184 des modifications de 2002 modifie la partie XXII de la Loi en ajoutant ce qui suit :

> 129.2 Aux fins de la présente Loi, si une société ou une personne, autre qu'un particulier, ne s'est pas conformée au droit ontarien des valeurs mobilières, un dirigeant ou un administrateur de la société ou de la personne qui a donné son autorisation, sa permission ou son consentement relativement à la non-conformité sera réputé ne pas s'être conformé lui non plus au droit ontarien des valeurs mobilières, qu'une procédure ait été entamée ou non contre la société ou la personne en vertu du droit ontarien des valeurs mobilières ou qu'une ordonnance ait été rendue ou non contre la société ou la personne en vertu de l'article 127.

487 Loi de l'Alberta, alinéa 194(1)(e); loi du Québec, paragraphe 195(2); loi de la Saskatchewan, alinéa 131(3)(e).

commission ou à son directeur exécutif et, en vertu de la loi de la Saskatchewan, l'infraction concerne les engagements envers la commission ou son directeur. La Loi ne contient pas de disposition semblable. Le Comité recommande que la Loi soit modifiée de sorte à prévoir qu'un manquement à remplir un engagement écrit envers la Commission ou le directeur exécutif constitue une infraction. En conséquence, advenant un manquement de ce genre, la Commission serait en mesure de rendre une ordonnance en vertu de l'article 127, d'engager des poursuites pour sanctionner cette infraction en vertu de l'article 122 ou de demander par voie de requête une ordonnance au tribunal en vertu de l'article 128 de la Loi. Le recours choisi, le cas échéant, dépendrait de la nature et de la gravité du manquement.

L'un des commentaires formulés à l'égard de cette recommandation suggérait que l'on indique expressément les engagements qui sont assujettis à la nouvelle disposition proposée relative aux infractions[488]. Nous comprenons qu'il devrait être clairement établi qu'un énoncé particulier constitue un engagement et qu'une infraction à cet engagement peut faire l'objet de poursuites et d'une sanction. Afin d'éviter les risques de malentendus à cet égard, il pourrait être utile que la Commission s'assure que les personnes qui remettent des engagements écrits à la Commission ou au directeur exécutif soient conscientes du fait que le non-respect de tels engagements constitue une infraction.

Recommandation :

Nous recommandons qu'une nouvelle infraction soit créée en vertu de l'article 122 de la Loi pour manquement à remplir un engagement écrit envers la Commission ou le directeur exécutif, ou violation d'un engagement de ce genre. Nous recommandons également que la Commission s'assure que les personnes qui remettent des engagements écrits à la Commission ou au directeur exécutif soient conscientes du fait que le non-respect de tels engagements constitue une infraction.

21.6 Ordonnance de restitution ou d'indemnisation

Le Comité s'est penché sur la question de savoir si la Commission devrait avoir le pouvoir de rendre une ordonnance enjoignant à une personne ou à une société inscrite de restituer à ses clients la totalité ou une partie des sommes payées par les clients pour des valeurs mobilières achetées par son entremise si elle est coupable d'inconduite à l'égard de ces clients.

---

[488] Voir la lettre d'observations de Davies, Ward, Phillips & Vineberg s.r.l.

A) POUVOIR DE LA COMMISSION

La Commission n'est pas habilitée en vertu de la Loi à rendre une ordonnance de restitution ou d'indemnisation[489]. Ceci est conforme à l'objectif des lois de nature réglementaire en général et à la compétence relative à l'intérêt public de la Commission, qui est essentiellement de nature protectrice, et non réparatrice[490]. Ceci cadre également avec les pouvoirs des commissions des valeurs mobilières et des organismes de réglementation des autres provinces et territoires, sauf un, du Canada et aux États-Unis et en Australie, aucun de ceux-ci ne pouvant présentement en imposer directement la restitution ou l'indemnisation.

Nous faisons remarquer cependant que deux organismes de réglemention ont récemment obtenu le pouvoir d'ordonner une restitution :

- La Commission des valeurs mobilières du Manitoba a le droit, au cours d'une audience administrative, de rendre une ordonnance d'indemnisation pour les pertes financières encourues, jusqu'à concurrence de 100 000 $. La Commission doit être en mesure de déterminer le montant de la perte financière au vu des éléments de preuve et d'établir que l'infraction ou le manquement à se conformer a entraîné la perte, en totalité ou en partie. Il est interdit d'intenter d'autres poursuites (c'est-à-dire une poursuite civile) pour le même motif[491].
- En vertu de la *Financial Services and Markets Act 2000* au Royaume-Uni, la FSA a le pouvoir direct d'ordonner une restitution, en plus de pouvoir demander au tribunal une ordonnance de restitution[492].

Ces développements laissent entendre qu'il s'est produit un changement dans les notions traditionnelles selon lesquelles les pouvoirs réglementaires ne sont pas de nature réparatrice. Cette situation évolue et, même si nous pensons qu'il n'est peut-être pas nécessaire ou approprié pour la Commission d'être habilitée à imposer la restitution à ce stade, en raison particulièrement du pouvoir qui lui sera conféré d'ordonner un remboursement, nous comprenons que cela pourrait changer. Nous recommandons que la Commission surveille l'exercice de ces pouvoirs

---

489 Nous soulignons que la restitution n'est pas la même chose que le remboursement. La restitution est un recours visant à faire en sorte qu'une personne retrouve la position dans laquelle elle se trouverait si ce n'était de l'action fautive d'une autre personne. Le remboursement est un recours équitable visant à priver l'auteur d'un méfait des montants obtenus illégalement. Ces montants ne sont pas nécessairement versés à la personne qui a subi la perte et, même s'ils le sont, ils ne sont peut-être pas suffisants pour que cette personne revienne à sa position initiale.

490 *Asbestos,* précité à la note 441. Comme l'a déclaré J. Iacobucci, « La visée d'une loi de nature réglementaire est la protection des intérêts de la société, et non la sanction des fautes morales d'une personne » (par. 42). Voir aussi les commentaires de J.A. Laskin, dans la décision de la Cour d'appel de l'Ontario, dans *Asbestos* : « [l]a fin visée par la compétence relative à l'intérêt public de la CVMO n'est ni réparatrice ni punitive; elle est de nature protectrice et préventive et elle est destinée à être exercée pour prévenir le risque d'un éventuel préjudice aux marchés financiers en Ontario » ((1999), 43 O.R. (3d) 257, p. 272).

491 Le pouvoir de restitution de la Commission des valeurs mobilières du Manitoba est entré en vigueur le 3 février 2003.

492 *Financial Services and Markets Act 2000*, précité à la note 455, art. 384.

nouvellement acquis au Manitoba et au Royaume-Uni et qu'elle tienne compte des conséquences pratiques de l'exercice de ce pouvoir, avant de décider si la Commission devrait chercher à obtenir le pouvoir d'ordonner une restitution.

Recommandation :

Nous recommandons que la Commission surveille la Commission des valeurs mobilières du Manitoba et la Financial Services Authority du Royaume-Uni (FSA) dans l'exercice de leurs nouveaux pouvoirs de restitution respectifs et qu'elle tienne compte des conséquences pratiques de l'exercice de ce pouvoir afin d'être en mesure de décider ultérieurement si le pouvoir d'ordonner une restitution serait approprié pour la Commission.

B) POUVOIR DU TRIBUNAL EN VERTU DE L'ARTICLE 128

L'article 128 de la Loi confère à la Commission le pouvoir discrétionnaire de demander au tribunal une déclaration portant qu'une personne ne s'est pas conformée ou ne se conforme pas au droit ontarien des valeurs mobilières. En rendant une telle ordonnance, le tribunal peut également imposer une vaste gamme de sanctions, y compris une ordonnance de restitution ou d'indemnisation. Nous comprenons que la Commission a demandé une fois seulement au tribunal, par voie de requête, une ordonnance d'indemnisation ou de restitution[493]. Nous encourageons la Commission à envisager d'exercer son pouvoir discrétionnaire en vertu de cet article pour demander au tribunal une ordonnance de restitution ou d'indemnisation dans les circonstances appropriées.

Nous suggérons également d'examiner une autre démarche possible. L'un des commentaires relatifs au rapport préliminaire a proposé une solution de rechange au pouvoir de la Commission d'ordonner le remboursement des profits, c'est-à-dire que l'article 128 de la Loi soit modifié afin de permettre à toute partie intéressée de présenter une requête devant la cour relativement à une ordonnance de restitution[494]. Nous pensons que cette suggestion peut avoir un certain mérite, mais nous ne croyons pas que les deux recours s'excluent mutuellement. Nous recommandons d'examiner la modification de l'article 128 de la Loi afin de permettre aux investisseurs, dans certaines circonstances, de demander directement au tribunal une ordonnance de restitution ou d'indemnisation, non à titre de solution de rechange, mais plutôt en sus du pouvoir de remboursement conféré en vertu de l'article 127. Bien entendu, lorsque les deux recours sont utilisés ou peuvent être utilisés, il sera important de s'assurer qu'aucun double recouvrement n'a lieu.

---

493 *Ontario (Securities Commission) v. Sides* (1996), 19 OSCB 2056 (Cour de justice de l'Ontario [Division générale]).

494 Voir la lettre d'observations de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l.

Recommandations :

1. Nous encourageons la Commission à exercer, dans les cas appropriés, son pouvoir discrétionnaire pour demander au tribunal, en vertu de l'article 128 de la Loi, une ordonnance de restitution ou d'indemnisation.

2. Nous recommandons à la Commission d'examiner le bien-fondé et les répercussions de la modification de l'article 128 de la Loi afin de permettre aux investisseurs, dans certaines circonstances, de demander directement au tribunal une ordonnance de restitution ou d'indemnisation.

21.7 Traitement des plaintes et résolution des conflits

Dans notre Liste des questions de fond, nous avons examiné la question de savoir si les organismes de réglementation des services financiers, y compris les organismes d'autoréglementation (OAR), devraient être habilités à traiter les plaintes des consommateurs par l'entremise d'un ombudsman ou d'un programme d'arbitrage. Dans le rapport préliminaire, nous nous sommes penchés sur deux systèmes : le traitement des plaintes, qui constitue un processus entraînant une recommandation non contraignante pour la résolution d'un conflit, ainsi que la résolution des conflits, qui constitue un processus, comme l'arbitrage, entraînant une décision qui a force exécutoire pour les deux parties.

A) SYSTÈME NATIONAL DE TRAITEMENT DES PLAINTES

Dans le rapport préliminaire, nous avons examiné le « Système de conciliation du secteur financier » (maintenant appelé « Réseau de conciliation du secteur financier »), qui avait été récemment annoncé. Puisque le Réseau de conciliation du secteur financier n'était pas opérationnel au moment où nous avons publié le rapport préliminaire, le Comité a inclus des recommandations à l'égard des caractéristiques essentielles d'un système de traitement des plaintes pour l'industrie des services financiers. Cette industrie a lancé le Réseau de conciliation du secteur financier en tant que système national de traitement des plaintes. Ce réseau se compose de trois éléments qui sont tous conformes aux recommandations formulées par le Comité dans le rapport préliminaire.

1. *Le Centre du Réseau de conciliation du secteur financier (CRCSF)* – Le CRCSF, qui offre un point d'accès unique pour accéder aux systèmes de traitement des plaintes des fournisseurs de services financiers, fait en sorte que les plaintes soient acheminées à la bonne personne[495]. Le CRCSF sera chargé de repérer et de promouvoir des pratiques exemplaires et d'établir des normes en matière de service aux consommateurs et de traitement des plaintes. Le centre publiera également un rapport annuel sur les activités

[495] Ce service a été officiellement lancé le 29 novembre 2002.

du Réseau. Ce rapport renfermera des renseignements sur le nombre et la nature des demandes reçues, l'aiguillage des consommateurs, les suites données aux demandes et d'autres indicateurs de fonctionnement du Réseau.

2. *Les méthodes de gestion des plaintes de chaque fournisseur de services financiers* – Toutes les sociétés membres possèdent des systèmes de traitement des plaintes au niveau de l'entreprise. C'est le premier niveau de recours pour toute plainte ou préoccupation formulée par un consommateur. Si le consommateur n'est pas satisfait de l'issue des démarches auprès de l'entreprise, il peut s'adresser au service de conciliation sectoriel concerné.

3. *Les services de conciliation sectoriels* – Il existe trois services de conciliation sectoriels :

   a) l'Ombudsman des services bancaires et d'investissements (OSBI), qui est commandité par l'Association des banquiers canadiens, l'ACCOVAM, l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (MFDA) et l'IFIC[496];

   b) le Service de conciliation des assurances de personnes du Canada (SCAPC);

   c) le Service de conciliation en assurance de dommages (SCAD).

   Chacun de ces services est dirigé par un conseil d'administration indépendant composé d'une majorité d'administrateurs provenant de l'extérieur de l'industrie. Les services de conciliation sectoriels travaillent en collaboration avec le client et le fournisseur de services financiers en vue de rédiger un rapport et des recommandations non exécutoires. S'il y a lieu, le service de conciliation peut recommander une restitution ou une indemnisation[497]. Le nom des fournisseurs de services financiers qui refusent de se conformer aux recommandations sera publié. Aucuns frais ne sont imposés aux consommateurs pour l'utilisation du service de conciliation. Si un consommateur n'est pas satisfait de l'issue des démarches auprès de ce service, il peut recourir à un processus de résolution des conflits comme l'arbitrage ou le tribunal.

Comme nous l'avons mentionné dans le rapport préliminaire, il est important que ce système de traitement des plaintes soit transparent, c'est-à-dire que les services de conciliation publient les statistiques d'utilisation de leurs programmes et des détails concernant la résolution des plaintes. Nous nous attendons à ce que tous les services de conciliation fonctionnent de façon semblable au modèle de l'OSBI et qu'ils publient au moins des statistiques sur le nombre et la nature des

---

496 Son rôle, plus vaste que celui de l'Ombudsman bancaire canadien auquel il succède, est de traiter les problèmes soumis par les clients des banques et ceux des membres de l'ACCOVAM, de la MFDA et de l'IFIC, ainsi que de la plupart des sociétés de prêt et de fiducie sous réglementation fédérale.

497 L'OSBI peut recommander une restitution ou une indemnisation pouvant s'élever jusqu'à 350 000 $.

plaintes portées contre chaque membre, ainsi que des descriptions des plaintes traitées par le service de conciliation.

Le Comité félicite l'industrie pour les progrès qu'elle a réalisés en ce qui a trait à l'établissement d'un système national de traitement des plaintes pour le secteur des services financiers. Nous encourageons le secteur à surveiller le système avec rigueur afin de s'assurer qu'il fonctionne comme prévu. À la suite de la première année d'exploitation du système, une évaluation indépendante devrait être effectuée dans le but d'en déterminer la réussite. Si les résultats sont positifs, la prochaine étape devrait amener l'industrie à envisager d'établir de façon semblable un système de résolution des conflits pour l'industrie des services financiers sur le plan national.

Dans le rapport préliminaire, nous avons également recommandé que, à titre de condition d'agrément, la Commission demande à un OAR d'exiger que ses membres participent à tout système national de traitement des plaintes et à tout programme de résolution des conflits parrainé par l'industrie, le cas échéant, et qu'ils y soient liés. Nous avons aussi recommandé que les membres soient tenus d'informer les clients de la disponibilité de ces systèmes et de ces programmes. Nous continuons de recommander cette démarche.

B) PROGRAMME D'ARBITRAGE DE L'ACCOVAM

Dans notre rapport préliminaire, nous avons fait remarquer que l'ACCOVAM avait mis sur pied un programme d'arbitrage ayant pour but d'aider les clients à recouvrer de l'argent auprès des courtiers. Le programme d'arbitrage est offert, au gré du client, à l'égard de demandes d'indemnisation pouvant aller jusqu'à 100 000 $. Sauf convention contraire des parties, les procédures sont confidentielles et les audiences se déroulent en privé. Les coûts de l'arbitrage sont généralement partagés également entre les parties et chaque partie doit assumer ses propres frais juridiques et autres coûts. Les avantages de ce programme sont qu'il est moins coûteux et moins formel que les instances devant les tribunaux et qu'il donne à l'investisseur l'occasion de recouvrer de l'argent dans un délai relativement court. Ses désavantages sont liés aux coûts que doit assumer l'investisseur et au fait qu'il peut comporter un certain déséquilibre de forces puisque la société membre disposera probablement de ressources plus importantes que l'investisseur particulier et sera plus en mesure de s'opposer à la demande d'indemnisation. En outre, nous avons fait remarquer que l'ACCOVAM ne dispose pas de statistiques sur les types ou le nombre de cas qui sont soumis à l'arbitrage et sur les résultats de l'arbitrage.

Dans le rapport préliminaire, nous avons fait part de notre inquiétude à l'égard du manque de transparence relativement au programme d'arbitrage de l'ACCOVAM et nous avons fortement encouragé celle-ci et tout autre OAR qui a mis en place un programme similaire, ou qui envisage de le faire, de s'assurer au moins de ce qui suit :

- exiger que leurs membres informent les clients de l'existence du programme d'arbitrage ou d'un programme similaire au début de leur relation et à tout moment par la suite advenant une plainte ou un conflit;

- publier, ou autrement diffuser à grande échelle, les statistiques concernant l'utilisation de ces programmes, y compris l'information portant sur le membre qui est partie à l'arbitrage, une description du cas et de ses résultats et le montant de la réparation pécuniaire accordée[498].

Dans les commentaires qu'elle a formulés sur le rapport préliminaire, l'ACCOVAM signalait que son Statut 37.2, qui est en place depuis avril 2000, exige de tous les membres de l'ACCOVAM qu'ils fournissent la brochure de l'ACCOVAM sur le mode amiable de règlement des litiges à chaque nouveau client ou lorsqu'une plainte écrite a été reçue d'un client. Le Statut 37 de l'ACCOVAM a été récemment modifié afin de tenir compte de la nomination de l'OSBI. Les modifications apportées obligent les membres de l'ACCOVAM à participer à l'OSBI, à travailler en collaboration avec ce service et à fournir des renseignements à leurs clients à ce sujet[499].

À la suite de notre recommandation d'accroître la transparence du programme d'arbitrage de l'ACCOVAM, celle-ci s'est engagée, dans sa lettre d'observations, à élaborer un modèle de rapport qui ne dissuade par les clients de recourir à l'arbitrage et qui est conforme à toutes les lois fédérales, provinciales et territoriales relatives au respect de la vie privée. Le Comité attend avec impatience que l'ACCOVAM donne suite à cet engagement visant à accroître la transparence dans cet important domaine.

Recommandations :

1. Nous recommandons que, à titre de condition d'agrément d'un OAR, la Commission demande à l'OAR d'exiger de ses membres qu'ils participent à tout système national de traitement des plaintes mis en place et à tout programme applicable de résolution des conflits parrainé par l'industrie, et qu'ils acceptent d'y être liés. Nous favorisons la transparence vis-à-vis de ces programmes et encourageons vivement la publication des statistiques d'utilisation des programmes ainsi que des détails concernant l'issue des différents cas ou la résolution des plaintes.

2. Nous incitons l'industrie des services financiers à surveiller le système national de traitement des plaintes, notamment au cours de sa première année d'exploitation, afin de s'assurer qu'il fonctionne comme prévu. En supposant que la mise en œuvre du système est réussie, nous recommandons que l'industrie des services financiers envisage ensuite d'établir de façon semblable un système de résolution des conflits à l'échelle nationale.

3. Nous encourageons vivement les OAR disposant ou envisageant de se doter d'autres programmes de résolution des conflits à demander au moins à leurs membres d'informer les clients de la disponibilité de ces programmes.

---

498 Nous comprenons qu'aux États-Unis, ce genre d'information est maintenu dans un registre central qui conserve les données sur les sociétés et les personnes inscrites auprès de la NASD. Cette information est diffusée par l'entremise du « Public Disclosure Program » du règlement de la NASDAQ.

499 On peut trouver l'avis d'approbation de ces modifications par la Commission dans le document (2002), 25 O.S.C.B. 7379.

CHAPITRE 22

PARMI LES POUVOIRS EXISTANTS DE LA COMMISSION, LESQUELS DEVRAIENT ÊTRE ÉLARGIS?

22.1 Ordonner qu'une personne démissionne d'un poste qu'elle occupe en tant qu'administrateur ou dirigeant; interdire à une personne de devenir administrateur ou dirigeant, gestionnaire d'un fonds mutuel ou promoteur, ou d'assumer ces fonctions.

La Commission a présentement le pouvoir, en vertu du paragraphe 127(1)7, d'ordonner à une personne de démissionner d'un ou de plusieurs postes qu'elle occupe en tant qu'administrateur ou dirigeant d'un émetteur. En vertu du paragraphe 127(1)8, la Commission a le pouvoir d'interdire à une personne de devenir administrateur ou dirigeant d'un émetteur, ou d'assumer ces fonctions. Le Comité s'est penché sur les questions suivantes pour savoir :

- si ces pouvoirs devraient continuer à s'appliquer seulement aux administrateurs ou aux dirigeants des émetteurs, ou s'ils devraient être élargis afin d'inclure les administrateurs ou les dirigeants d'autres participants au marché, tels que les personnes ou sociétés inscrites et les gestionnaires de fonds mutuels;
- si le pouvoir d'interdire à une personne de devenir administrateur ou dirigeant d'un émetteur, ou d'assumer ces fonctions, devrait être élargi afin d'inclure le pouvoir d'interdire à une personne ou une société de devenir promoteur, ou d'assumer ces fonctions, ou de s'adonner à des activités promotionnelles relativement à l'achat ou à la vente des valeurs mobilières d'un émetteur, ainsi que le pouvoir d'interdire à une personne ou à une société d'agir à titre de gestionnaire d'un fonds mutuel.

Dans le rapport préliminaire, nous avons recommandé que le pouvoir d'ordonner à une personne de démissionner ou d'interdire à une personne de devenir administrateur ou dirigeant d'un émetteur, ou de remplir ces fonctions, soit élargi afin de permettre à la Commission d'ordonner à une personne de démissionner, ou d'interdire à une personne de devenir administrateur ou dirigeant d'une personne ou société inscrite ou d'un gestionnaire d'un fonds mutuel, ou d'assurer ces fonctions. Les gestionnaires de fonds mutuels ne sont pas présentement tenus d'être inscrits et la Commission n'a pas le pouvoir d'interdire à une personne ou à une société de devenir gestionnaire d'un fonds mutuel, ou d'assumer ces fonctions. Nous avons également recommandé que la Commission soit dotée de ce pouvoir.

Le Comité s'est également penché sur la question de savoir si la Commission devrait être autorisée à rendre une ordonnance interdisant à une personne de devenir promoteur ou d'agir à

ce titre. Même si ceci est compris dans les pouvoirs du tribunal, en vertu du paragraphe 128(3)7 de la Loi[500], nous avons recommandé que la Commission ait ce pouvoir, tout comme elle a le pouvoir d'interdire à une personne de devenir administrateur ou dirigeant d'un émetteur, ou de remplir ces fonctions.

Dans notre examen de cette question, nous avons accordé une attention particulière à la définition restreinte de « promoteur » dans la Loi[501], qui porte principalement sur l'action de fonder, d'organiser ou de procéder à une réorganisation importante de l'entreprise d'un émetteur. Cette définition met l'accent sur la participation du promoteur aux étapes de la création de l'entreprise d'un émetteur. Aujourd'hui, toutefois, de nombreux émetteurs engagent des personnes ou des sociétés pour promouvoir l'achat ou la vente de leurs valeurs mobilières. Si ces activités ne sont pas reliées à la fondation, à l'organisation ou à une réorganisation importante de l'entreprise d'un émetteur, la Commission n'est pas habilitée à interdire à une personne de se livrer à ces activités même si elles sont jugées contraires à l'intérêt public. Dans le rapport préliminaire, nous avons fait remarquer que la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique a le pouvoir d'interdire à une personne de se livrer à ce type d'activité, comme il est indiqué dans la définition des « activités liées aux relations avec les investisseurs » dans la loi de la Colombie-Britannique[502]. La définition des « activités liées aux relations avec les

---

500 En vertu du paragraphe 128(3)7 de la Loi, le tribunal est autorisé à rendre une ordonnance interdisant à une personne d'agir à titre d'administrateur ou de dirigeant, ou interdisant à une personne ou à une société d'agir à titre de promoteur d'un participant au marché, de façon permanente ou pendant la période précisée dans l'ordonnance. Le pouvoir équivalent de la Commission en vertu du paragraphe 127(1)8 se limite au pouvoir de rendre une ordonnance interdisant à une personne de devenir administrateur ou dirigeant d'un émetteur, ou de remplir ces fonctions, et ne comprend pas le pouvoir d'interdire à une personne ou à une société de devenir promoteur, ou de remplir ces fonctions.

501 «Promoteur» est défini au paragraphe 1(1) de la Loi comme suit :

a) personne ou compagnie qui, seule ou conjointement avec une ou plusieurs autres personnes ou compagnies ou avec un groupe de personnes et de compagnies, prend, directement ou indirectement, l'initiative de procéder à la fondation, à l'organisation ou à une réorganisation importante de l'entreprise d'un émetteur;

b) personne ou compagnie qui perçoit, directement ou indirectement, en contrepartie des biens ou services, ou des deux, qu'elle fournit dans le cadre de la fondation, de l'organisation ou d'une réorganisation importante de l'entreprise d'un émetteur, au moins 10 pour cent d'une catégorie de valeurs mobilières de l'émetteur ou au moins 10 pour cent du produit de la vente d'une catégorie de valeurs mobilières d'une émission donnée; toutefois, la personne ou la compagnie qui reçoit ces valeurs mobilières ou ce produit uniquement à titre de commissions sur des souscriptions à forfait ou uniquement en contrepartie des biens qu'elle fournit n'est pas considérée comme un promoteur au sens de la présente définition si elle ne joue pas d'autre rôle dans la fondation, l'organisation ou une réorganisation importante de l'entreprise.

502 Les « activités liées aux relations avec les investisseurs » sont définies au paragraphe 1(1) de la loi de la Colombie-Britannique de la manière suivante : toute activité ou communication verbale ou écrite, effectuée par un émetteur ou un détenteur de valeurs mobilières de l'émetteur, ou en leur nom, qui favorise l'achat ou la vente de valeurs mobilières de l'émetteur, ou dont il est raisonnable de s'attendre qu'elle aura cet effet, mais qui ne comprend pas :

a) la diffusion de l'information fournie, ou des documents préparés, dans le cours normal des activités de l'émetteur
   i) soit pour promouvoir la vente de produits ou de services de l'émetteur,
   ii) soit pour faire connaître l'émetteur au public, ce qui ne peut pas raisonnablement être considéré comme favorisant l'achat ou la vente des valeurs mobilières de l'émetteur;

b) les activités ou les communications nécessaires pour se conformer aux exigences
   i) soit de la présente loi ou de la réglementation,

(suite à la page suivante)

investisseurs » dans la loi de la Colombie-Britannique ne comprend pas l'information fournie dans le cours normal des activités (pour promouvoir les produits ou services de l'émetteur ou pour faire connaître l'émetteur au public), les communications nécessaires pour se conformer à la réglementation ou les communications dans les journaux, les revues ou les publications commerciales à grand tirage. En outre, la définition ne prétend pas couvrir les activités liées aux relations avec les investisseurs ou avec le public qui ne favorisent pas l'achat ou la vente des valeurs mobilières de l'émetteur, ou dont il n'est pas raisonnable de s'attendre qu'elles auront cet effet.

Nous avons tenté de déterminer si la définition actuelle de promoteur en vertu de la Loi devrait être élargie afin d'inclure les activités promotionnelles reliées aux valeurs mobilières. Nous avons conclu, toutefois, que cela ne serait pas approprié puisque nous ne croyons pas que tous les risques potentiels et toutes les responsabilités assumés par les promoteurs devraient nécessairement s'appliquer aux personnes ou aux sociétés qui s'adonnent à de telles activités[503]. Nous avons poursuivi en recommandant que la Loi renferme une définition de la promotion des valeurs mobilières ou des activités promotionnelles comparable au concept inclus dans la définition d'« activités liées aux relations avec les investisseurs » de la loi de la Colombie-Britannique et que la Commission ait le pouvoir d'interdire à une personne ou à une société de s'adonner à ces activités, lorsqu'on peut prouver que des pratiques contraires à l'intérêt public sont en cause[504].

Nous avons examiné notre recommandation, en tenant compte notamment du fait qu'à la proclamation des Modifications de 2002, la Loi renfermera une disposition touchant les activités frauduleuses et les manipulations du marché[505]. À notre avis, la portée de cette nouvelle disposition devrait être suffisamment vaste pour s'appliquer aux types d'activités

---

ii) soit des règlements administratifs, règles ou autres mécanismes réglementaires d'un OAR ou d'une Bourse;

c) les communications effectuées par un éditeur ou un rédacteur d'un journal, d'une revue d'actualités ou d'une publication commerciale ou financière, à grand tirage payé, distribués seulement à ses abonnés ou aux personnes qui l'achètent à titre onéreux,
   i) si la communication est faite seulement par le biais du journal, de la revue ou de la publication,
   ii) si l'éditeur ou le rédacteur ne reçoit pas de commission ou d'autre contrepartie à part celle qu'il reçoit pour agir à titre d'éditeur ou de rédacteur;

d) les activités ou les communications qui peuvent être prescrites aux fins de la présente définition.

503 Voir, par exemple, les art. 58, 61 et 130 de la Loi.

504 Un commentateur s'est vivement opposé à cette recommandation. L'Institut canadien de relations avec les investisseurs a déclaré que la définition d'activités liées aux relations avec les investisseurs dans la loi de la Colombie-Britannique est erronée et que le fait que la Commission perpétue cette définition « nuit à l'efficacité des professionnels responsables des relations avec les investisseurs, à la crédibilité des émetteurs et potentiellement aux marchés financiers ». Nous comprenons les préoccupations exprimées par ce commentateur à l'égard de l'utilisation du terme « activités liées aux relations avec les investisseurs » dans le cas d'une activité que l'on peut juger contraire à l'intérêt public. Nous reconnaissons le rôle joué par les professionnels responsables des relations avec les investisseurs, notamment par l'entremise des activités de l'Institut canadien de relations avec les investisseurs, dans la promotion de l'intégrité des marchés financiers. Aussi, tel qu'il est indiqué dans le rapport préliminaire, notre recommandation ne devrait pas être interprétée comme une critique du rôle des professionnels responsables des relations avec les investisseurs.

505 Voir la discussion au chapitre 24.

promotionnelles qui ne sont pas dans l'intérêt public et devrait conférer à la Commission le pouvoir d'appliquer la sanction appropriée à une conduite de ce genre.

Recommandations :

1. Nous recommandons que le paragraphe 127(1)7 de la Loi soit modifié afin d'autoriser la Commission à ordonner qu'une personne démissionne d'un ou de plusieurs postes qu'elle occupe en tant qu'administrateur ou dirigeant d'un émetteur, ou *d'une personne inscrite ou du gestionnaire d'un fonds mutuel*.

2. Nous recommandons que le paragraphe 127(1)8 de la Loi soit modifié afin d'autoriser la Commission à ordonner :

   - qu'il soit interdit à une personne de devenir administrateur ou dirigeant d'un émetteur, *d'une personne inscrite ou d'un gestionnaire de fonds mutuel*, ou d'assumer ces fonctions;
   - *qu'il soit interdit à une personne ou à une société de devenir gestionnaire de fonds mutuel ou promoteur, ou d'assumer ces functions*[506].

22.2 Ordonnance de conformité

A) POUVOIR DE FAIRE OBSERVER LE DROIT ONTARIEN DES VALEURS MOBILIÈRES

Même si la Commission est présentement autorisée à rendre un certain nombre d'ordonnances qui peuvent être considérées comme exigeant la conformité avec la Loi, ces ordonnances s'appliquent à des circonstances précises et non à des situations plus générales qui concernent une infraction au droit ontarien des valeurs mobilières[507].

Le pouvoir d'ordonner de se conformer au droit ontarien des valeurs mobilières :

- cadre avec la nature protectrice et préventive du rôle de la Commission dans l'exercice de ses pouvoirs d'exécution de la loi puisqu'il conférerait à la Commission le pouvoir d'obliger les participants au marché à se conformer ou à cesser de contrevenir au droit ontarien des valeurs mobilières;
- permettrait à la Commission d'élaborer une sanction adaptée à une situation particulière dans les cas où l'imposition d'une sanction plus sévère ne serait pas appropriée. Par exemple, dans certains cas, la suspension de l'inscription ou une interdiction d'opérations sur valeurs ne

---

506 Les modifications sont indiquées en italique.

507 Voir les pouvoirs en vertu de la Loi, art. 104 (pouvoir d'enjoindre à une personne ou à une compagnie de se conformer ou de cesser de contrevenir à la partie XX ou aux règlements qui s'y rapportent); paragraphe 127(1)4 (pouvoir d'ordonner à un participant au marché de modifier ses pratiques et procédures) et paragraphe 127(1)5 (pouvoir d'ordonner qu'un document ou un rapport qui doit être déposé aux termes de la Loi soit remis à une personne ou une société, ne soit pas remis à une personne ou à une société ou soit modifié).

serait pas justifiée, mais il serait quand même approprié d'imposer une sanction dans le but de protéger les investisseurs et de décourager des pratiques similaires. Ou bien, une réprimande en soi ne serait pas suffisante ou ne serait pas appropriée. Le pouvoir d'ordonner de se conformer offrirait à la Commission la souplesse nécessaire pour obliger une personne ou une société à prendre certaines mesures en vue de se conformer ou de cesser de contrevenir aux exigences du droit ontarien des valeurs mobilières;

- favoriserait une plus grande harmonisation des pouvoirs d'exécution de la loi de la Commission avec ceux d'autres organismes de réglementation des valeurs mobilières. Par exemple, les commissions des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique et de la Saskatchewan sont toutes deux habilitées à rendre une ordonnance enjoignant à une personne de se conformer ou de cesser de contrevenir à la loi, aux règlements, à une décision, à un règlement administratif, à une règle ou à un autre mécanisme réglementaire ou politique applicables[508]. En Saskatchewan, la commission des valeurs mobilières peut en outre ordonner à une personne ou à une société de se conformer ou de cesser de contrevenir à un engagement écrit envers la Commission ou son directeur. La SEC peut ordonner à une personne de cesser et de s'abstenir de contrevenir ou d'inciter autrui à contrevenir à une disposition en vertu des lois sur les valeurs mobilières applicables, obliger une personne à se conformer aux dispositions applicables et obliger une personne à se conformer à l'avenir ou à prendre des mesures afin de se conformer à l'avenir[509].

La Commission devrait avoir le pouvoir de rendre une ordonnance générale de conformité, semblable au pouvoir des commissions des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique et de la Saskatchewan. De plus, nous recommandons que la Commission soit autorisée, à l'instar de la SEC, à ordonner à une personne ou à une société de se conformer à l'avenir ou de prendre les mesures nécessaires pour se conformer à l'avenir. Ceci permettrait à la Commission, lorsqu'une ordonnance de conformité est appropriée, de lancer un message clair quant aux attentes à l'égard de la conformité future[510].

B) POUVOIR D'ORDONNER DE SE CONFORMER À UNE DIRECTIVE, UNE DÉCISION, UNE ORDONNANCE OU UNE PRESCRIPTION D'UNE BOURSE OU D'UN OAR RECONNU

Les dispositions relatives aux ordonnances de conformité dans les lois de la Colombie-Britannique et de la Saskatchewan autorisent également les commissions des valeurs mobilières respectives à enjoindre à une personne de se conformer ou de cesser de contrevenir à une directive, une décision, une ordonnance ou une prescription faite en vertu d'un règlement

---

508 Loi de la Colombie-Britannique, alinéa 161(1)(a); loi de la Saskatchewan, alinéa 134(1)(f).

509 Loi de 1933, art. 8A; loi de 1934, art. 21C.

510 La Commission détient un pouvoir prospectif semblable en vertu du paragraphe 127(1)4 de la Loi, sous forme d'une ordonnance enjoignant à un participant au marché de se soumettre à une révision de ses pratiques et de ses procédures et d'effectuer les changements qu'ordonne la Commission.

administratif, d'une règle ou d'un autre instrument de réglementation, ou d'une politique d'une bourse ou d'un OAR reconnu[511]. Cet élargissement de pouvoir est particulièrement utile pour aider ces organismes reconnus à appliquer leurs pouvoirs d'autoréglementation. Nous croyons que l'inclusion d'un pouvoir particulier à cet égard souligne l'importance sur le plan de l'intérêt public de se conformer à ces directives, à ces décisions, à ces ordonnances ou à ces prescriptions. Un pouvoir semblable renforce également le principe énoncé dans la Loi selon lequel la Commission devrait, sous réserve d'un système de surveillance approprié, faire appel à la capacité des organismes d'autoréglementation reconnus en matière d'application de la loi et à leurs compétences en matière de réglementation[512].

Tous les intervenants ont appuyé ces recommandations dans le rapport préliminaire.

Recommandation :

Nous recommandons qu'un alinéa soit ajouté au paragraphe 127(1) de la Loi, en vue d'autoriser la Commission à ordonner qu'une personne ou une société :

- se conforme ou cesse de contrevenir :
  - i) aux mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières;
  - ii) à une directive, une décision, une ordonnance ou une prescription faite en vertu d'un règlement, d'une règle ou d'un autre instrument de réglementation, ou à une politique d'une bourse ou d'un OAR reconnu;
- se conforme à l'avenir ou prenne des mesures pour s'assurer de la conformité future avec les mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières ou avec une directive, une décision, une ordonnance ou une prescription faite en vertu d'un règlement, d'une règle ou d'un autre instrument de réglementation, ou d'une politique d'une bourse ou d'un OAR reconnu.

22.3 Interdiction d'opérations

La Commission a le pouvoir, en vertu de l'article 127 de la Loi, de rendre une ordonnance (une « interdiction d'opérations ») interdisant les opérations sur valeurs mobilières effectuées par une personne ou une société ou les opérations effectuées sur les valeurs mobilières de celles-ci, de façon permanente ou pendant la période précisée dans l'ordonnance[513].

La portée d'une interdiction d'opérations de la Commission est liée à la définition d'une « opération », qui comprend la vente ou l'aliénation de valeurs mobilières, ou les actes visant

---

511 Précité à la note 508.

512 La Loi, art. 2.1.

513 La Loi, paragraphe 127(1)2.

administratif, d'une règle ou d'un autre instrument de réglementation, ou d'une politique d'une bourse ou d'un OAR reconnu[511]. Cet élargissement de pouvoir est particulièrement utile pour aider ces organismes reconnus à appliquer leurs pouvoirs d'autoréglementation. Nous croyons que l'inclusion d'un pouvoir particulier à cet égard souligne l'importance sur le plan de l'intérêt public de se conformer à ces directives, à ces décisions, à ces ordonnances ou à ces prescriptions. Un pouvoir semblable renforce également le principe énoncé dans la Loi selon lequel la Commission devrait, sous réserve d'un système de surveillance approprié, faire appel à la capacité des organismes d'autoréglementation reconnus en matière d'application de la loi et à leurs compétences en matière de réglementation[512].

Tous les intervenants ont appuyé ces recommandations dans le rapport préliminaire.

Recommandation :

Nous recommandons qu'un alinéa soit ajouté au paragraphe 127(1) de la Loi, en vue d'autoriser la Commission à ordonner qu'une personne ou une société :

- se conforme ou cesse de contrevenir :
  - i) aux mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières;
  - ii) à une directive, une décision, une ordonnance ou une prescription faite en vertu d'un règlement, d'une règle ou d'un autre instrument de réglementation, ou à une politique d'une bourse ou d'un OAR reconnu;
- se conforme à l'avenir ou prenne des mesures pour s'assurer de la conformité future avec les mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières ou avec une directive, une décision, une ordonnance ou une prescription faite en vertu d'un règlement, d'une règle ou d'un autre instrument de réglementation, ou d'une politique d'une bourse ou d'un OAR reconnu.

22.3 Interdiction d'opérations

La Commission a le pouvoir, en vertu de l'article 127 de la Loi, de rendre une ordonnance (une « interdiction d'opérations ») interdisant les opérations sur valeurs mobilières effectuées par une personne ou une société ou les opérations effectuées sur les valeurs mobilières de celles-ci, de façon permanente ou pendant la période précisée dans l'ordonnance[513].

La portée d'une interdiction d'opérations de la Commission est liée à la définition d'une « opération », qui comprend la vente ou l'aliénation de valeurs mobilières, ou les actes visant

---

511 Précité à la note 508.

512 La Loi, art. 2.1.

513 La Loi, paragraphe 127(1)2.

directement ou indirectement la réalisation des objets susmentionnés. Cependant, la définition d'« opération » dans la Loi exclut expressément l'achat de valeurs mobilières[514]. Par conséquent, cela permettrait à une personne ou à une société soumise à une interdiction d'opérations d'acheter ou d'accumuler des valeurs mobilières pendant la période visée par l'interdiction. Cela va à l'encontre du but d'une interdiction d'opérations. À notre avis, une telle interdiction devrait également s'appliquer aux achats de valeurs mobilières.

Afin de s'assurer que les interdictions d'opérations atteignent le but visé, le Comité a recommandé, dans le rapport préliminaire, que l'alinéa 127(1)2 de la Loi soit modifié afin de prévoir que, aux fins d'une interdiction d'opérations, une « opération » sur valeurs mobilières comprenne l'achat de valeurs mobilières. Cette recommandation a reçu l'appui général des personnes et des sociétés qui ont formulé des commentaires à ce sujet[515].

Recommandation :

Nous recommandons que l'alinéa 127 (1)2 de la Loi soit modifié pour énoncer expressément que les opérations sur les valeurs mobilières aux fins de ce paragraphe comprennent aussi l'achat de valeurs mobilières.

---

514 Le paragraphe 1(1) de la Loi prévoit que « opération » s'entend notamment : a) de la vente ou de l'aliénation d'une valeur mobilière à titre onéreux, que les modalités de paiement prévoient le versement d'une marge ou d'un acompte ou toute autre chose. La présente définition exclut l'achat d'une valeur mobilière ou, sous réserve de l'alinéa d), le transfert, le nantissement ou le fait de grever des valeurs mobilières pour garantir une dette contractée de bonne foi; b) de la participation, à titre de négociant, à toute transaction portant sur des valeurs mobilières et effectuée au moyen des installations d'une Bourse ou d'un système de cotation et de déclaration des opérations; c) de la réception par une personne ou une compagnie inscrite d'un ordre d'achat ou de vente d'une valeur mobilière; d) du transfert, du nantissement ou du fait de grever des valeurs mobilières d'un émetteur qui font partie des valeurs détenues par une personne ou une compagnie, ou un groupe de personnes ou de compagnies, dont il est fait mention à l'alinéa c) de la définition de «placement» pour garantir une dette contractée de bonne foi; e) d'un acte, d'une annonce publicitaire, d'une sollicitation, d'une conduite ou d'une négociation visant directement ou indirectement la réalisation des objets susmentionnés.

515 Un commentateur a exprimé son désaccord. Voir la lettre d'observations de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l.

CHAPITRE 23

QUELS POUVOIRS ACTUELS DE LA COUR DEVRAIENT ÊTRE ÉLARGIS?

23.1 Amende maximale et peine d'emprisonnement en vertu de l'article 122 de la Loi

Outre les pouvoirs de passer des ordonnances dans l'intérêt public qui lui sont conférés par l'article 127 de la Loi, la Commission peut également, en vertu de l'article 122, poursuivre en justice les contrevenants à la Loi. Conformément aux dispositions générales touchant les pénalités applicables à toutes les infractions (sans tenir compte des changements adoptés en vertu des Modifications de 2002), la cour peut, lorsqu'elle déclare une personne coupable d'une infraction à l'article 122, imposer une amende, une peine d'emprisonnement ne dépassant pas deux ans ou les deux. L'amende maximale imposable en vertu de l'article 122 est de 1 000 000 $[516]. S'il s'agit d'une condamnation touchant une infraction aux dispositions relatives aux opérations d'initiés ou aux « tuyaux », l'amende maximale augmente pour atteindre le plus élevé des deux montants suivants : 1 000 000 $ ou une somme qui équivaut au triple du profit réalisé ou de la perte évitée par la personne ou par la compagnie en raison de la contravention[517].

A) PARAGRAPHE 122(4) DE LA LOI – « EN RAISON DE LA CONTRAVENTION »

Le paragraphe 122(4) de la Loi contient des dispositions sur l'amende pouvant être imposée en cas de condamnation pour infraction aux dispositions de la Loi touchant les opérations d'initiés ou les « tuyaux ». La Cour supérieure de l'Ontario, dans une décision récemment rendue, a remis en question l'interprétation de l'expression « en raison de la contravention » du

---

516 *Loi sur les valeurs mobilières*, paragraphe 122(1) (avant l'adoption des Modifications de 2002).

517 *Loi sur les valeurs mobilières*. Le paragraphe 122(4) (avant l'adoption des Modifications de 2002) de la Loi se lit comme suit : « Malgré le paragraphe (1) et en plus d'une peine d'emprisonnement imposée en vertu du paragraphe (1), la personne ou la compagnie qui est déclarée coupable d'une contravention au paragraphe 76(1), (2) ou (3) est passible d'une amende minimale équivalant au profit réalisé ou à la perte évitée par la personne ou la compagnie *en raison de la contravention*, et d'une amende maximale équivalant à la plus élevée des sommes suivantes : 1 000 000 $ ou la somme qui équivaut au triple du profit réalisé par la personne ou la compagnie ou au triple de la perte évitée par celle-ci *en raison de la contravention*. » [C'est nous qui soulignons.]

paragraphe 122(4)[518]. Selon la teneur de la décision rendue en appel, il pourrait s'avérer nécessaire de modifier l'article 122 afin d'en rendre le texte et l'intention plus clairs.

B) AMENDE MAXIMALE ET PEINE D'EMPRISONNEMENT

Dans le rapport préliminaire, le Comité a évalué la nécessité d'augmenter l'amende maximale et la peine d'emprisonnement stipulées dans l'article 122. Ce faisant, nous nous sommes penchés sur des dispositions similaires dans les lois sur les valeurs mobilières dans les autres provinces canadiennes et aux États-Unis[519]. Nous avons, en outre, tenu compte de l'importance d'assurer la pertinence des pouvoirs de la Commission et la force de dissuasion des pénalités demandées ou imposées par la cour ou par la Commission. Nous avons cru que l'amende maximale et la peine d'emprisonnement stipulées dans l'article 122 étaient insuffisantes et qu'un maximum plus élevé dans les deux cas serait approprié lorsque l'infraction est particulièrement grave.

La dernière modification des dispositions de l'article 122 de la Loi touchant l'amende générale a été apportée en 1987, alors que l'amende maximale est passée de 2 000 $ pour un particulier et de 25 000 $ pour une compagnie à un maximum général de 1 000 000 $. Dans le cadre de cette même modification, la peine d'emprisonnement maximale a été portée de un à deux ans. À la suite des changements qu'ont connus les marchés boursiers depuis cette date, y compris l'accès aux transactions boursières facilité par l'avènement d'Internet et des autres progrès technologiques, les occasions de conduites qui contreviennent aux lois sur les valeurs mobilières de l'Ontario ainsi que le nombre d'investisseurs (notamment les particuliers) qui risquent de s'en trouver lésés se sont multipliés. Le Comité s'est penché sur cette nouvelle réalité ainsi que sur les types d'infractions qui ont fait l'objet de poursuites en vertu de l'article 122 et sur les types de sentences qui ont été imposées dans des condamnations en vertu de l'article 122. Nous avons également étudié les peines d'emprisonnement que contiennent les lois sur les valeurs mobilières

---

518 *R.* c. *Glen Harvey Harper*, Motifs de jugement du juge Roberts, publiés le 7 janvier 2002; permission d'en appeler accordée par la Cour d'appel de l'Ontario le 14 janvier 2002. Selon le juge Roberts, pour déterminer le montant de l'amende qu'il convient d'imposer en vertu du paragraphe 122(4) de la Loi à la suite d'une condamnation pour délit d'initié, il est nécessaire de démontrer que le profit réalisé ou que la perte évitée par l'accusé l'a été « en raison de la contravention » au sens de la *Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario*. Il déclare que « le texte [du paragraphe 122(4)] indique clairement que la Couronne doit prouver plus que la simple réalisation d'un profit ou le simple évitement d'une perte découlant des transactions interdites » et que « la contravention n'est pas simplement le résultat de la réalisation des transactions, mais bien qu'elle est liée aux faits importants non divulgués. Il doit y avoir preuve des répercussions d'une telle non-divulgation sur les cours de la bourse. » La Cour d'appel a accordé la permission d'en appeler de la question de l'application du paragraphe 122(4), ainsi que de celle des paragraphes 122 (1), (5) et (6), à la suite d'une condamnation pour délit d'initié.

519 La *Securities Act* de la Colombie-Britannique et celle de l'Alberta stipulent toutes deux une même amende générale maximale (1 000 000 $). La *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, pour sa part, contient une série d'amendes dont le maximum général ne dépasse pas 1 000 000 $ pour certaines infractions précises. La loi américaine de 1934 comporte une amende générale maximale de 5 000 000 $ pour les personnes physiques et de 25 000 000 $ pour les autres contrevenants. (Cela reflète les augmentations importantes qui ont eu lieu à la suite de l'adoption de la *Loi Sarbanes-Oxley de 2002*.)

de certaines autres compétences, ces peines maximales allant de trois à vingt ans d'emprisonnement[520].

Selon nous, l'amende maximale dont sont passibles les contrevenants doit être suffisamment élevée pour qu'on la conçoive autrement que comme de simples droits de permission, de façon à indiquer clairement que la conduite qu'elle punit ne sera pas tolérée. Par conséquent, nous avons recommandé dans le rapport préliminaire que l'amende maximale stipulée dans l'article 122 de la Loi passe de 1 000 000 $ à 5 000 000 $ et que cette augmentation se répercute sur l'amende maximale dont sont passibles les contrevenants aux dispositions relatives aux opérations d'initiés et aux « tuyaux ». Les commentateurs ont appuyé ces recommandations dans le rapport préliminaire, lesquelles ont été adoptées par le gouvernement de l'Ontario dans les Modifications de 2002[521].

Une revue des sentences imposées en Ontario entre 1988 (c'est-à-dire à la suite de l'augmentation de un à deux ans de la peine d'emprisonnement maximale en vertu de l'article 122) et 1996 a permis de constater une augmentation, par rapport à la période de 40 ans précédant l'année 1988, du nombre de sentences comportant des peines d'emprisonnement[522]. Dans la majorité de ces cas, les peines d'emprisonnement ont été inférieures au maximum de deux ans. Comme on peut s'y attendre, les tribunaux réservent la peine d'emprisonnement maximale aux cas les plus graves[523]. Un exemple récent d'une longue peine d'emprisonnement imposée en vertu de l'article 122 est l'affaire *Wall*[524] dans laquelle un homme et son épouse ont été accusés de placement et de négociation de valeurs mobilières en contravention de la loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario. Dans cette cause, le juge a cité les motifs du jugement dans

---

520 La *Securities Act* de la Colombie-Britannique stipule une peine d'emprisonnement maximale de trois ans (paragraphe 155 (2)). La *Securities Act* de l'Alberta, pour sa part, stipule une peine d'emprisonnement maximale de 5 ans moins un jour (paragraphe 194 (2)). En vertu de la Loi de 1933, toute personne qui enfreint sciemment les dispositions de la Loi ou qui fait sciemment une fausse déclaration au moment de l'inscription est passible d'un maximum de cinq ans d'emprisonnement (art. 24). En vertu de la Loi de 1934, toute personne qui passe sciemment outre à une interdiction ou qui enfreint sciemment une exigence de la Loi, ou qui fait une déclaration fausse ou trompeuse dans une demande, un rapport ou tout autre document qu'elle est tenue de déposer ou de toute autre manière dans une déclaration d'inscription est passible d'une peine d'emprisonnement maximale de vingt ans (art. 32). (Cela reflète l'augmentation qui a eu lieu en vertu de la *Loi Sarbanes-Oxley de 2002* par rapport à la peine maximale précédente de dix ans.) La peine d'emprisonnement stipulée dans la *Financial Services and Markets Act 2000* du Royaume-Uni (précité à la note 455) est de sept ans (art. 397 – portant sur les délits de déclaration trompeuse et de pratiques interdites).

521 Les Modifications de 2002, art. 181.

522 David Lang et Tim Moseley, « Emerging Trend Toward Jail Sentences for Securities Act Violations in Ontario » (janvier 1997).

523 *Consortium Financial Inc., Consortium Properties Inc. et Pia Williamson* (1992), 15 OSCB 4091. Madame Williamson s'est fait imposer une peine de 21 mois d'emprisonnement en rapport avec 48 chefs d'accusation. En outre, la cour lui a imposé une amende totale de 350 000 $; *R.* c. *Sisto Finance NV et al.*, Motifs de la sentence – Jasper Naude, Cour de l'Ontario (Division provinciale), 28 septembre 1994. M. Naude a reçu une peine de deux ans d'emprisonnement.

524 *R.* c. *Wall* (2001) 24 OSCB 763. M. Wall a reçu des peines consécutives de 18 et de 12 mois, pour un total de 30 mois d'emprisonnement. Madame Wall a reçu des peines consécutives de neuf et de 13 mois, pour un total de 22 mois d'emprisonnement.

la cause *Sisto Finance*[525], en ce qui a trait au bien-fondé de réserver les sentences maximales aux infractions les plus graves commises par les pires contrevenants[526].

Compte tenu des changements qu'ont connus les marchés boursiers au cours de la dernière décennie, nous croyons que lorsque les actes faisant l'objet d'une déclaration de culpabilité en vertu de l'article 122 sont délibérés et graves et ont causé un préjudice important à un nombre significatif d'investisseurs, les tribunaux devraient avoir toute la latitude requise pour imposer une pénalité monétaire et une peine d'emprisonnement proportionnelles à la gravité des infractions et à l'importance du préjudice causé.

Ayant soigneusement pris en compte le contexte et les principes susmentionnés, nous avons recommandé dans le rapport préliminaire que la peine d'emprisonnement maximale pouvant être imposée pour une infraction aux dispositions de l'article 122 de la Loi soit portée à cinq ans moins un jour. Une telle augmentation fournirait à la cour la latitude voulue pour imposer des peines appropriées ayant un effet dissuasif dans les cas graves. Le gouvernement de l'Ontario a adopté cette recommandation dans les Modifications de 2002[527].

Dans l'ensemble, les commentateurs du rapport préliminaire ont appuyé cette recommandation. L'un d'entre eux s'est toutefois préoccupé du fait qu'une sentence aussi longue que cinq ans devrait comporter les protections procédurales qui sont accordées à une personne accusée d'un acte criminel en vertu du *Code criminel* et que de telles affaires devraient être entendues par la Cour supérieure de justice plutôt que par la Cour de justice de l'Ontario[528]. Ce commentateur a également soulevé une question se rapportant à la signification de cinq ans « moins un jour ».

Le Comité a recommandé une peine d'emprisonnement maximale de cinq ans moins un jour, puisque c'est la durée maximale qui peut être imposée sans déclencher le droit à d'un procès devant jury en vertu de la *Charte*[529].

Nous ne croyons pas qu'un procès devant jury soit approprié pour les poursuites intentées en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières*. Les procédures réglementaires relatives aux valeurs mobilières peuvent être de nature technique et complexe et elles ne se prêtent pas bien aux

---

525 Précité à la note 523.

526 Plus récemment, dans *R.* c. *117329 Ontario Ltd. et TAC International* (Motifs de la sentence, Cour de justice de l'Ontario, 25 janvier 2002), la cour a condamné l'un des accusés, Douglas C. Walker, à 24 mois d'emprisonnement en rapport avec neuf déclarations de culpabilité en vertu de la Loi.

527 Précité à la note 521.

528 Voir la lettre d'observations de Gowling Lafleur Henderson s.r.l. Ces protections sont les suivantes : le droit de bénéficier d'une enquête préliminaire et le droit de choisir un procès devant juge et jury.

529 L'article 11(f) de la *Charte* stipule ce qui suit :

> « Tout inculpé a le droit, sauf s'il s'agit d'une infraction relevant de la justice militaire, de bénéficier d'un procès avec jury lorsque la peine maximale prévue pour l'infraction dont il est accusé est un emprisonnement de cinq ans ou une peine plus grave. »

procès devant jury[530]. À l'heure actuelle, aucun droit à un procès devant jury n'est accordé dans le cas d'une poursuite en vertu de l'article 122; notre recommandation d'accroître la sentence maximale n'enlève aucun des droits existants. De plus, nous ne sommes pas d'accord avec le fait que le droit à une enquête préliminaire devrait être inclus dans la Loi. Nous n'avons aucun preuve que le système actuel est déficient pour ce qui est d'assurer le traitement équitable d'une personne accusée en vertu de l'article 122.

23.2 Pouvoir éventuel d'ordonner un remboursement

Le Comité est conscient du fait que les investisseurs peuvent, pour plusieurs raisons, notamment le manque de temps et de ressources, éprouver de la difficulté à récupérer les pertes financières encourues à la suite d'une infraction aux dispositions de l'article 122 de la Loi. Cette question a été soulevée dans le cadre d'une décision récemment rendue par la cour en rapport avec une poursuite en vertu de l'article 122. Lorsqu'il a prononcé sa sentence pour les infractions commises aux dispositions de la Loi dans cette cause, le juge a remarqué à regret que les investisseurs victimes de ces méfaits devraient recourir à des poursuites coûteuses et complexes afin de récupérer leur bien. Dans ses motifs de sentence, le juge a recommandé que la Loi ou la *Loi sur les infractions provinciales* soit modifiée afin de permettre à la cour saisie d'une affaire en vertu de l'article 122 d'ordonner un remboursement[531]. Nous sommes d'accord et nous avons recommandé dans le rapport préliminaire d'ajouter à l'article 122 de la Loi des dispositions permettant à la cour d'ordonner un remboursement ou une indemnisation. Nous remarquons que la loi de l'Alberta contient une telle disposition[532]. Cette disposition favoriserait l'atteinte d'objectifs importants : faciliter la réparation des torts subis par les investisseurs en leur

---

530 À cet égard, nous faisons remarquer que dans le contexte d'une instance civile en Ontario, le droit d'une partie, en vertu de la *Loi sur les tribunaux judiciaires*, L.R.O. 1990, c. C. 43, de demander un procès devant jury n'est pas de nature générale. Conformément au paragraphe 108(2), les demandes ayant pour objet certaines mesures de redressement ne peuvent pas être instruites devant un jury. Ces demandes comprennent ce qui suit : une injonction ou ordonnance de faire, le partage ou la vente de biens immeubles, la dissolution d'une société en nom collectif, la forclusion ou le rachat d'une hypothèque, l'exécution en nature d'un contrat, une rectification, un jugement déclaratoire et un autre redressement équitable. Dans les cas où un procès devant jury n'est pas exclu, un juge peut quand même refuser ce droit (à la suite d'une motion par l'autre partie de rayer la convocation du jury) s'il semble, par exemple, que l'affaire comprendra des questions de droit difficiles et complexes et un grand nombre de documents.

531 *R. v. Wall*, précité à la note 524, p. 773. Le juge Douglas déclare : « Je recommanderais en outre que la Loi ou la *Loi sur les infractions provinciales* soit modifiée afin de permettre à la cour qui instruit l'affaire d'aborder les questions de remboursement, de confiscation et de saisie de propriété. Tel que je conçois la situation actuelle sur le plan juridique, je ne dispose pas de l'autorité requise pour ordonner un remboursement. À moins que la position des accusés ne change de façon importante, les victimes devront donc engager des poursuites civiles coûteuses et complexes pour récupérer leur bien. Selon moi, compte tenu des constatations faites dans la présente affaire, je devrais pouvoir ordonner la saisie et la vente des biens des accusés afin de rembourser les victimes. »

532 Le paragraphe 194 (7) de la *Securities Act* de l'Alberta stipule que :

« Lorsqu'une personne ou une compagnie est déclarée coupable d'une infraction en vertu du présent article, la cour

a) peut ordonner à la personne ou à la compagnie de verser à la personne ou à la compagnie lésée une compensation ou de lui faire restitution;

b) peut ordonner toute autre mesure qu'elle juge appropriée compte tenu des circonstances. »

permettant de récupérer à peu de frais leurs pertes et rendre le contrevenant directement responsable des torts causés.

Nous comprenons qu'il peut exister des questions de procédure en ce qui a trait au pouvoir d'ordonner un remboursement ou une indemnisation. Il peut s'agir notamment de l'identification des victimes, de la détermination et de la preuve des pertes encourues par les victimes et de la perception des montants faisant l'objet de l'ordonnance de remboursement ou d'indemnisation. Ce sont toutefois des questions que la cour peut régler à sa discrétion. Les lois pourraient également aborder la question de la perception des montants, par exemple en stipulant que toute ordonnance de remboursement ou d'indemnisation peut être exécutée de la même manière que les autres jugements de la cour supérieure.

Plusieurs commentateurs du rapport préliminaire ont appuyé notre recommandation. Un commentateur a manifesté son désaccord, déclarant qu'il vaut mieux réserver ce type d'ordonnance à une poursuite civile ultérieure[533].

Recommandation :

Nous recommandons que l'article 122 de la Loi soit modifié pour inclure une disposition permettant à la Cour de justice de l'Ontario de rendre une ordonnance, lorsque cela est approprié, afin que la partie défenderesse indemnise ou rembourse les personnes qui ont subi une perte de biens en raison d'une infraction qu'elle a commise.

533 Voir la lettre d'observations de Gowling Lafleur Henderson s.r.l.

CHAPITRE 24

AUTRES QUESTIONS D'EXÉCUTION

24.1 Confidentialité en vertu de l'article 16 de la Loi

L'article 16 de la Loi défend à toute personne ou compagnie de divulguer la nature ou la teneur d'une ordonnance d'enquête ou d'examen financier, sauf à son avocat ou si la Commission lui ordonne de le faire[534]. En vertu de l'article 17, la Commission peut, si elle estime qu'il serait dans l'intérêt public de le faire, ordonner la divulgation de l'information faisant l'objet de l'article 16. En réponse à la demande de commentaires relativement à la Liste des questions de fond, un observateur a suggéré que le Comité étudie la portée, la constitutionnalité et le bien-fondé de l'article 16[535]. Nous avons cru comprendre que cette disposition est jugée trop contraignante et que, par exemple, elle défendrait à une personne de faire part à son employeur, à un dirigeant ou à un administrateur à l'emploi de cet employeur, ou à toute autre personne qui n'est pas son propre avocat, de l'existence d'une enquête ou d'un examen, de la connaissance qu'elle pourrait en avoir ou de toute participation de sa part à cette enquête ou à cet examen. Dans le rapport préliminaire, nous avons recommandé que la Commission publie une déclaration de principes fournissant une certaine orientation concernant la portée de l'article 16. Nous avons également sollicité d'autres suggestions touchant cette question. Deux observateurs ont fait écho aux préoccupations soulevées à l'égard de l'article 16[536]. Un de ces observateurs a également suggéré que l'article 17 soit modifié afin d'aborder la question de la qualité pour présenter une demande d'ordonnance de divulgation et afin de fournir une occasion de se faire entendre lorsqu'une demande est refusée[537].

Le Comité a étudié ces questions, notamment en ce qui a trait au bien-fondé de la disposition relative à la confidentialité que contient l'article 16.

---

534 L'article 16 de la Loi se lit comme suit :

(1) Non-divulgation – Sauf en conformité avec l'article 17, aucune personne ou compagnie ne doit divulguer les renseignements suivants, si ce n'est à son avocat :
  (a) la nature ou la teneur d'une ordonnance ou d'un arrêté prévu à l'article 11 ou 12;
  (b) le nom des personnes interrogées ou assignées en vertu de l'article 13, les témoignages donnés en vertu de l'article 13, les renseignements obtenus en vertu de l'article 13, la nature ou la teneur des questions posées en vertu de l'article 13, la nature ou la teneur des demandes de production de documents ou autres objets faites en vertu de l'article 13, ni le fait que des documents ou autres objets ont été produits en vertu de l'article 13.

(2) Confidentialité – Si la Commission rend une ordonnance en vertu de l'article 11 ou 12, tous les rapports fournis en vertu de l'article 15, tous les témoignages donnés en vertu de l'article 13 et tous les documents ou autres objets obtenus en vertu de l'article 13 relativement à l'enquête ou à l'examen faisant l'objet de l'ordonnance sont réservés à l'usage exclusif de la Commission ou de tout organisme de réglementation précisé dans l'ordonnance par la Commission et ne doivent pas être divulgués ni produits à l'intention d'une autre personne ou compagnie ou dans le cadre d'une autre instance, sauf en conformité avec l'article 17.

535 Voir la lettre d'observations de Simon Romano sur la Liste des questions de fond.

536 Voir les lettres d'observations de Simon Romano et d'Ogilvy Renault.

537 Voir la lettre d'observations d'Ogilvy Renault.

L'objet de l'article 16 est double :

i) Il protège l'intégrité du processus d'enquête. Si cette disposition n'existait pas, la Commission ne pourrait exercer aucun contrôle sur la diffusion de l'information touchant l'enquête, notamment sur la divulgation de l'existence même de l'enquête. La notoriété publique de l'existence de l'enquête ou de certains détails touchant l'enquête pourrait, entre autres :

- porter atteinte à la réputation de la personne ou de la compagnie faisant l'objet de l'enquête avant que la Commission ait eu le loisir de déterminer s'il y a lieu ou non d'appliquer une procédure de mise à exécution;

- susciter une collusion entre les différents témoins, qui pourraient discuter des preuves qu'ils détiennent ou monter une défense commune.

ii) Il assure aux témoins qui sont assignés à produire de l'information ou des documents en vertu de l'article 13 de la Loi certaines protections statutaires[538].

Dans ce dernier cas, par exemple, un employé pourrait être peu enclin à fournir de l'information de son propre chef au personnel de la Commission dans le cadre d'une enquête sur des infractions en matière de valeurs mobilières potentiellement commises par son employeur. Il pourrait s'avérer nécessaire de l'y contraindre à l'aide d'une assignation en vertu de l'article 13. Les exigences en matière de confidentialité que contient l'article 16 et les dispositions de l'article 17 touchant l'autorisation de divulguer offrent une certaine tranquillité d'esprit aux personnes assignées à fournir de l'information dans de telles circonstances.

Selon nous, les dispositions en matière de confidentialité de l'article 16 représentent un élément important des dispositions de la Loi relatives aux enquêtes et favorisent l'atteinte des objectifs susmentionnés : assurer l'intégrité du processus d'enquête et protéger les personnes devant fournir de l'information à la Commission dans le cadre d'une enquête. Il est donc important que la Commission soit bien renseignée sur les circonstances particulières entourant une assignation à produire de l'information afin d'être en mesure de bien évaluer les intérêts pertinents en cause, c'est-à-dire l'intérêt public servi par la divulgation de l'information, d'une part, et la préservation de la confidentialité du processus d'enquête, d'autre part. Cet équilibre fait l'objet de l'article 17.

Bien que nous estimions ces préoccupations bien fondées, nous croyons que le retrait des importantes protections assurées par l'article 16 n'est peut-être pas la bonne solution. Nous soulignons que les parties peuvent demander, en vertu de l'article 17, une ordonnance autorisant

---

538 En vertu de l'article 13 de la Loi, la personne nommée par la Commission pour faire une enquête ou un examen peut assigner une personne et la contraindre à comparaître, l'obliger à témoigner sous serment ou autrement ainsi qu'assigner une personne ou une compagnie et l'obliger à produire des documents et autres objets.

la divulgation de l'information demandée[539]. Comme nous l'avons recommandé dans le rapport préliminaire, il pourrait être utile que la Commission publie une déclaration de principes fournissant une orientation et des conseils interprétatifs en ce qui concerne la portée de la disposition de confidentialité de l'article 16 et clarifiant le processus de demande de divulgation en vertu de l'article 17. Nous croyons qu'une telle déclaration de principes devrait suffire à fournir l'orientation nécessaire pour clarifier le processus et aborder les questions soulevées, y compris la question de la qualité pour présenter ce genre de demande.

Recommandation :

Nous recommandons que la Commission publie une déclaration de principes fournissant une orientation et des conseils interprétatifs en ce qui concerne la portée de la disposition de confidentialité de l'article 16 de la Loi et clarifiant le processus de demande de divulgation en vertu de l'article 17 de la Loi, y compris la question de la qualité nécessaire pour présenter une telle demande.

24.2 Le besoin d'une disposition touchant les activités frauduleuses et les manipulations du marché

A) LES ACTIVITÉS FRAUDULEUSES ET LES MANIPULATIONS DU MARCHÉ

Dans le rapport préliminaire, nous avons recommandé que la Loi soit modifiée afin d'interdire explicitement les activités frauduleuses et les manipulations du marché. Nous avons fait remarquer que la Loi ne contenait aucune disposition prohibant explicitement les activités frauduleuses et les manipulations du marché, bien que les lois en matière de valeurs mobilières de nombreuses autres compétences fassent spécifiquement état du pouvoir des organismes de réglementation de sévir contre les activités frauduleuses et les manipulations du marché[540].

---

539 Toute personne directement visée par une décision rendue en vertu de l'article 17 peut en appeler de la décision devant la Cour divisionnaire (article 9 de la Loi).

540 Les lois de la Colombie-Britannique, de l'Alberta et de la Saskatchewan en matière de valeurs mobilières contiennent des interdictions explicites en ce qui a trait aux manipulations du marché (*Securities Act* de l'Alberta, article 93; *Securities Act* de la Colombie-Britannique, articles 57 et 57.1; *Securities Act* de la Saskatchewan, article 55.1). Le texte de ces dispositions est similaire et fait expressément mention de toute conduite ayant délibérément pour objet de créer une apparence fausse et trompeuse d'activité de négociation ou de créer un cours artificiel pour un titre. Les lois de la Colombie-Britannique et de l'Alberta contiennent également des dispositions interdisant expressément les activités frauduleuses. Les lois des États-Unis et du Royaume-Uni en matière de valeurs mobilières contiennent des dispositions interdisant les manipulations du marché. Les lois américaines en matière de valeurs mobilières interdisent les activités frauduleuses, la manipulation du prix en bourse d'un titre et toute activité boursière trompeuse (Loi de 1933, paragraphe 17 (a); Loi de 1934, paragraphes 9(a) et 10(b), règle 10 b-5 et paragraphe 15(c)). Les lois du Royaume-Uni, pour leur part, contiennent un régime touchant les abus boursiers et criminalisent les manipulations de marché (*Financial Services and Markets Act 2002*, précité à la note 455, partie VII (articles 118 à 130) et *Code of Market Conduct*). RS Inc. et l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) interdisent également les manipulations de marché (Règles universelles d'intégrité du marché, art. 2.2 portant sur les pratiques de négociation manipulatrices ou trompeuses, et politique n° 5 de l'ACCOVAM).

Puisque la Commission peut sévir contre ce genre de conduite en vertu des dispositions de l'article 127 sur l'intérêt public, nous avons examiné dans le rapport préliminaire la pertinence d'une telle disposition explicite contre ce genre de conduite. Nous avons conclu que : i) la Commission ne devrait pas être contrainte de faire appel à ses compétences en matière de protection de l'intérêt public pour exercer un contrôle sur des conduites constituant un abus fondamental des marchés financiers et que ii) l'interdiction touchant les activités frauduleuses et les manipulations du marché est d'une nécessité si fondamentale qu'elle devrait faire explicitement partie de la Loi[541]. Loin de constituer un obstacle, cela confirmerait l'autorité dont dispose la Commission pour exercer ses pouvoirs exécutoires dans l'intérêt public en vertu de l'article 127. Le gouvernement de l'Ontario a adopté notre recommandation dans les Modifications de 2002[542].

À la suite de l'adoption, le 1er décembre 2001, de règles encadrant les ATS au Canada, les ACVM ont élaboré un ensemble de règles de base touchant les opérations boursières qui s'appliquent à tous les marchés[543]. La partie 3 des règles régissant les opérations boursières contient une disposition interdisant les manipulations de marché et les activités frauduleuses[544].

---

541 Se reporter au chapitre 6 du présent rapport.

542 L'article 182 des Modifications de 2002 modifie la Loi en ajoutant ce qui suit :

126.1 Une personne ou une compagnie ne doit pas, directement ou indirectement, relativement à des titres ou des dérivés de titres, se livrer ou participer à un acte, une pratique ou une ligne de conduite dont elle sait ou devrait raisonnablement savoir :

(a) soit qu'il entraîne une apparence trompeuse d'opérations sur titres ou dérivés de titres ou un cours artificiel à l'égard de tels titres ou dérivés de titres, ou y contribue;

(b) soit qu'il constitue une fraude à l'égard d'une personne ou d'une compagnie.

543 Norme canadienne 21-101, *Le fonctionnement du marché*, Norme canadienne 23-101, *Règles de négociation*, et Règle 23-501 de la CVMO, *Designation as Market Participant* (2001), 24 OSCB 665.

544 La partie 3 des Règles de négociation se lit comme suit :

3.1 La manipulation et la fraude

(1) Une personne ou société ne doit pas, directement ou indirectement, se livrer ou participer à une opération, à une série d'opérations ou à une méthode de négociation relative à une opération sur un titre ou à l'acquisition d'un titre, ni à un acte, une pratique ou une conduite si elle sait, ou devrait raisonnablement savoir, que l'opération ou la série d'opérations, la méthode de négociation, l'acte, la pratique ou la conduite

a) crée ou contribue à créer une apparence trompeuse d'activité de négociation d'un titre ou d'un dérivé d'un titre, ou un cours artificiel pour un titre ou un dérivé d'un titre;

b) constitue une fraude à l'encontre d'une personne ou d'une société.

(2) En Colombie-Britannique, en Alberta et en Saskatchewan, au lieu du paragraphe 1), ce sont les dispositions touchant la manipulation et la fraude du *Securities Act* (Colombie-Britannique), du *Securities Act* (Alberta) et du *Securities Act, 1988* (Saskatchewan), respectivement, qui s'appliquent.

Selon nous, la Loi devrait contenir à juste titre une telle disposition[545]. Lorsqu'elles seront promulguées, les Modifications de 2002 intégreront à la Loi une disposition touchant les activités frauduleuses et les manipulations du marché. Par conséquent, les règles régissant les opérations boursières devront ensuite être modifiées afin de prévoir que les règles relatives aux activités frauduleuses et aux manipulations du marché contenues dans les règles touchant les opérations boursières ne s'appliqueront pas en Ontario; c'est plutôt la disposition de la Loi qui sera appliquée. Ainsi, dans les provinces dont les lois renferment ces dispositions, y compris l'Ontario, les règles portant sur les activités frauduleuses et les manipulations du marché contenues dans les lois pertinentes s'appliqueront, plutôt que celles énoncées dans les règles régissant les opérations boursières.

Nous remarquons que le Code criminel interdit certaines pratiques manipulatrices et frauduleuses touchant le marché public en général et les opérations boursières en particulier[546]. À notre avis,

---

[545] Bien que le texte du nouvel article 126.1 de la Loi (tel qu'énoncé à l'article 195 des Modifications de 2002) soit semblable à celui du paragraphe 10(b) et de la Règle 10(b)5 en vertu de la Loi de 1934, il fait référence à « un acte, une pratique ou une conduite se rapportant à des titres ou des dérivés de titres » et il n'est pas lié à « une opération sur un titre ou à l'acquisition d'un titre », comme c'est le cas dans les mesures législatives américaines en matière de valeurs mobilières. L'importance de l'absence d'un lien entre « un acte, une pratique ou une conduite » et une opération sur un titre ou l'acquisition d'un titre a été récemment soulignée par une décision rendue par une cour d'appel fédérale américaine au sujet d'un courtier qui a vendu des titres détenus par ses clients et a conservé le produit de ces ventes pour son propre usage. Le courtier a été reconnu criminellement coupable et a purgé une peine d'emprisonnement de près de cinq ans. La *SEC* a poursuivi le courtier et la cour a ordonné au courtier de rembourser à ses clients les sommes détournées. Cette décision a été cassée par la cour d'appel fédérale, qui s'est fondée sur la disposition des mesures législatives américaines en matière de valeurs mobilières dans laquelle il est question de lien avec l'achat ou la vente d'un titre. La cour d'appel a déterminé que rien, dans cette affaire, n'indiquait que les ventes de titres n'avaient pas été négociées en toute légitimité. Selon la cour d'appel, ces ventes étaient accessoires à la fraude. Par conséquent, la *SEC* ne pouvait pas poursuivre le courtier pour contravention aux lois américaines en matière de valeurs mobilières. La décision a été portée en appel devant la Cour suprême des États-Unis, qui a cassé la décision et a soutenu que la fraude avait en fait « un lien avec » la vente de titres (*SEC* c. *Zandford*, 238 F. 3d 559 (4th Cir. 2001), certiorari accordé, 70 U.S.L.W. 3091 (U.S. 9 novembre 2001) (No. 01-147); cassée et renvoyée : 535 U.S. 813).

[546] L'article 380 du *Code criminel* se lit comme suit :

(1) Quiconque, par supercherie, mensonge ou autre moyen dolosif, constituant ou non un faux semblant au sens de la présente loi, frustre le public ou toute personne, déterminée ou non, de quelque bien, service, argent ou valeur :

a) est coupable d'un acte criminel et passible d'un emprisonnement maximal de dix ans, si l'objet de l'infraction est un titre testamentaire ou si la valeur de l'objet de l'infraction dépasse cinq mille dollars;

b) est coupable :

i) soit d'un acte criminel et passible d'un emprisonnement maximal de deux ans,

ii) soit d'une infraction punissable sur déclaration de culpabilité par procédure sommaire, si la valeur de l'objet de l'infraction ne dépasse pas cinq mille dollars.

(2) Est coupable d'un acte criminel et passible d'un emprisonnement maximal de dix ans quiconque, par supercherie, mensonge ou autre moyen dolosif, constituant ou non un faux semblant au sens de la présente loi, avec l'intention de frauder, influe sur la cote publique des stocks, actions, marchandises ou toute chose offerte en vente au public.

L'article 382 du *Code criminel* se lit comme suit :

Est coupable d'un acte criminel et passible d'un emprisonnement maximal de cinq ans quiconque, par l'intermédiaire des facilités d'une bourse de valeurs, d'un marché hors bourse ou d'une autre bourse, avec l'intention de créer une apparence fausse ou trompeuse de négociation publique active d'une valeur mobilière, ou avec l'intention de créer une apparence fausse ou trompeuse quant au prix courant d'une valeur mobilière, selon le cas :

(suite à la page suivante)

ceci ne fait aucunement obstacle à l'inclusion dans la Loi d'une interdiction portant sur les manipulations du marché et les activités frauduleuses[547]. La Cour suprême du Canada a confirmé les dispositions faisant double emploi que renferment les lois fédérales et provinciales dans un certain nombre de cas, dont certains en vertu des dispositions de la Loi, même lorsque ces dispositions risquent de s'appliquer simultanément[548]. En outre, dans la mesure où une violation de l'interdiction entraîne une infraction, nous ne croyons pas que cela relève essentiellement du droit criminel. Les tribunaux ont accordé un vaste champ d'application à la compétence provinciale en ce qui a trait aux lois sur les valeurs mobilières[549] et ils ont confirmé les sanctions pénales provinciales promulguées dans le but d'exécuter les lois provinciales[550]. Nous faisons remarquer que l'un des objets explicites de la Loi est de « protéger les investisseurs contre les *pratiques* déloyales, irrégulières ou *frauduleuses* » (c'est nous qui soulignons)[551]. À notre avis, l'interdiction relative aux manipulations du marché et aux activités frauduleuses que renferme la

---

a) fait une opération sur cette valeur qui n'entraîne aucun changement dans la propriété bénéficiaire de cette valeur;
b) passe un ordre pour l'achat de la valeur, sachant qu'un ordre sensiblement de même importance, à une époque sensiblement la même et à un prix sensiblement semblable pour la vente de la valeur, a été ou sera passé par ou pour les mêmes personnes ou des personnes différentes;
c) passe un ordre pour la vente de la valeur, sachant qu'un ordre sensiblement de même importance, à une époque sensiblement la même et à un prix sensiblement semblable pour l'achat de la valeur, a été ou sera passé par ou pour les mêmes personnes ou des personnes différentes.

547 Voir *R.* c. *Eurosport Auto Co. Ltd. and Hwang* (2003), 219 D.L.R. (4th) 371 (B.C.S.C.), où le tribunal a déclaré *ultra vires* une disposition de l'*Insurance (Motor Vehicle) Act* de la Colombie-Britannique et a jugé que « le principal objet de la loi est de créer un délit de fraude en fonction d'un critère objectif et de punir les personnes qui commettent une fraude contre l'ICBC… cela relève essentiellement du droit criminel… Dans le cas présent, la province a créé des infractions qui n'appuient pas nécessairement le programme pour lequel elles ont été créées » (pp. 383-384). (Cette décision a été portée en appel devant la Cour d'appel de la Colombie-Britannique et son audition est prévue pour le 7 avril 2003.)

548 Voir *R.* c. *Smith* [1960] S.C.R. 776. (Même si cela ressemblait à une disposition du *Code Criminel*, le tribunal a estimé que l'infraction prévue par la Loi consistant à fournir de faux renseignements dans un prospectus ne relevait pas essentiellement du droit criminel, mais se rattachait plutôt à l'objet principal de la Loi, c'est-à-dire réglementer l'industrie des valeurs mobilières en vue de s'assurer que le public est protégé contre la fraude); *Multiple Access Ltd.* c. *McCutcheon*, [1982] 2 S.C.R. 161. (Le tribunal a considéré qu'un simple double emploi comme c'est le cas entre les lois provinciales et fédérales, sans contradiction ou conflit réel, ne rendra pas autrement inopérantes les lois provinciales valides.)

549 Peter Hogg, *Constitutional Law of Canada* (« Hogg »), Carswell, édition Looseleaf, pp. 21 à 23. *Loi constitutionnelle de 1867*, paragraphe 92(13).

550 Le paragraphe 92(15) de la *Loi constitutionnelle de 1867* accorde expressément aux provinces le pouvoir accessoire d'imposer une sanction (par voie d'amende, de pénalité ou d'emprisonnement) dans le but d'exécuter les lois provinciales promulguées relativement à toute affaire tombant dans les catégories énoncées à l'article 92. Ce pouvoir exige que les tribunaux « établissent une distinction entre une loi provinciale valide comportant une pénalité accessoire et une loi provinciale qui est invalide parce qu'elle est essentiellement une loi criminelle… La tendance dominante de la jurisprudence a été de confirmer la législation pénale provinciale » (Hogg, pp. 18 à 30).

551 La Loi, article 1.1. L'article 2.1 de la Loi expose les principes fondamentaux que la Commission devrait prendre en considération dans la réalisation des objectifs de la Loi. Voici quelques-uns de ces principes : « Les moyens principaux de réaliser les objets de la présente loi sont les suivants : i) des exigences pour veiller à ce que les renseignements soient divulgués en temps utile et avec exactitude et efficience, ii) des restrictions à l'égard des pratiques et procédures frauduleuses et déloyales du marché et iii) des exigences pour veiller à ce que soient maintenues des normes d'aptitude et de conduite professionnelle élevées afin de faire en sorte que les participants au marché se comportent de façon honnête et responsable. »

Loi appuie ce mandat et s'inscrit parfaitement dans le régime général de réglementation des valeurs mobilières en vertu de la Loi.

Dans l'ensemble, tous les commentaires reçus à l'égard de cette recommandation du rapport préliminaire ont été en sa faveur.

Recommandation :

Nous recommandons qu'une fois que les dispositions des Modifications de 2002 auront été promulguées, les ACVM modifient le paragraphe 3.1(2) de la Norme canadienne 23-101, *Règles de négociation,* afin de stipuler que les dispositions touchant les activités frauduleuses et les manipulations du marché contenues dans la Loi s'appliqueront en Ontario.

B) DÉCLARATIONS TROMPEUSES

Les lois sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, de l'Alberta, de la Saskatchewan et du Manitoba interdisent à une personne ou à une compagnie ayant l'intention de négocier un titre ou un contrat de change de faire une déclaration qu'elle sait, ou devrait raisonnablement savoir, être une déclaration trompeuse[552] ou être substantiellement fausse ou trompeuse[553]. Dans le rapport préliminaire, nous avons recommandé que la Loi contienne une interdiction semblable. Le gouvernement de l'Ontario a adopté cette recommandation dans les Modifications de 2002[554]. Nous avons également recommandé que cette disposition s'applique à toutes les déclarations, orales ou écrites. Nous avons toutefois remarqué que les dispositions des lois sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, de l'Alberta, de la Saskatchewan et du Manitoba visent les déclarations trompeuses faites par des personnes ou compagnies « ayant l'intention de négocier un titre ou un contrat ». Cette distinction circonscrit la portée de l'interdiction. Nous nous sommes donc interrogés sur le bien-fondé de cette distinction dans le rapport préliminaire. La majorité des observateurs qui ont abordé cette question ont convenu que l'interdiction ne devrait pas se limiter aux déclarations effectuées « dans l'intention de négocier un titre ou un

---

552 *Securities Act* de l'Alberta, alinéa 92(3)(c); *Securities Act* de la Colombie-Britannique, alinéa 50(1)(d); *Securities Act* de la Saskatchewan, paragraphe 44(3.1).

553 *The Commodity Futures Act*, S.M. 1996, ch. 73, alinéas 49(2)(b) et (c).

554 L'article 182 des Modifications de 2002 modifie la Loi en ajoutant ce qui suit :

126.2 Une personne ou une compagnie ne doit pas faire de déclaration si elle sait ou devrait raisonnablement savoir :

(a) d'une part, que la déclaration, sur un aspect important et eu égard à l'époque et aux circonstances, est trompeuse ou erronée ou ne relate pas un fait dont la déclaration est requise ou nécessaire pour que la déclaration ne soit pas trompeuse;

(b) d'autre part, que la déclaration a un effet significatif sur le cours ou la valeur d'un titre ou qu'il est raisonnable de s'attendre qu'elle aura cet effet.

contrat »[555]. Nous faisons remarquer que la nouvelle disposition contenue dans les Modifications de 2002 est rédigée de façon conforme à ces opinions.

Le rapport préliminaire ne suggérait pas de formulation quant à l'interdiction recommandée. En l'absence de termes précis, un observateur s'est inquiété de l'étendue potentielle de l'interdiction[556]. Nous croyons que la disposition qui a été récemment ajoutée à la Loi dans les Modifications de 2002 en matière de déclarations trompeuses règle cette question.

24.3 Délits d'initiés

La Loi interdit expressément aux personnes ou compagnies ayant des « rapports particuliers » avec un émetteur assujetti de se livrer à des opérations et de fournir des « tuyaux » concernant cet émetteur assujetti, et elle exige que les initiés divulguent leurs opérations. Plus précisément, la Loi interdit :

- la négociation de titres d'un émetteur assujetti par les personnes ou compagnies ayant des rapports particuliers avec l'émetteur assujetti si un fait pertinent ou un changement important concernant cet émetteur a été porté à leur connaissance, mais n'a pas encore été divulgué au public (« délit d'initié »);
- le partage de renseignements touchant un fait pertinent ou un changement important avant que ce fait ou ce changement n'ait été divulgué au public (« tuyau »).

On entend par « personne ou compagnie ayant des rapports particuliers avec un émetteur assujetti » toute personne ou compagnie qui a accès à de l'information confidentielle au sujet de l'émetteur. Les initiés (qui comprennent notamment les administrateurs et les cadres dirigeants de l'émetteur)[557]sont tenus de déposer immédiatement un rapport d'initié divulguant ce fait. Ils doivent également divulguer immédiatement leurs opérations relatives aux valeurs mobilières de l'émetteur dont ils sont propriétaires ou dont ils ont le contrôle[558].

Dans notre rapport préliminaire, nous avons fait référence aux commentaires portant sur la Liste des questions de fond que nous avions reçus et nous avons fait remarquer que les principales inquiétudes touchant les délits d'initiés semblent être liées au dépôt des rapports d'initiés et à la transparence de ces rapports, ainsi qu'à la priorité que la Commission devrait accorder aux activités de surveillance et d'exécution des interdictions en matière d'opérations d'initiés.

---

555 Voir les lettres d'observations du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, d'Ogilvy Renault et de Torys s.r.l.

556 Voir la lettre d'observations de Davies, Ward, Phillips & Vineberg s.r.l.

557 La Loi, paragraphe 1(1), définition de « initié ».

558 La Loi, articles 107, 108 et 109.

Nous croyons que nous avons abordé de façon générale les questions de mise en application par l'entremise des recommandations que nous avons formulées dans le rapport préliminaire relativement à l'attribution à la Commission de pouvoirs exécutoires élargis. Plusieurs de ces recommandations ont été adoptées dans les Modifications de 2002. Si elles sont adoptées, ces recommandations, et certaines autres, permettront à la Commission et aux cours de justice de donner suite plus efficacement aux délits d'initiés. Par exemple :

- Conformément aux Modifications de 2002, la Commission serait autorisée, en vertu de l'article 127 de la Loi, à imposer une amende administrative d'un montant maximal de 1 000 000 $[559].
- Conformément aux Modifications de 2002, l'amende maximale dont sont passibles les contrevenants à l'article 122 de la Loi passerait de 1 000 000 $ à 5 000 000 $ (et cette augmentation se répercute sur l'amende maximale dont sont passibles les contrevenants aux dispositions relatives aux délits d'initiés) et la peine d'emprisonnement maximale au titre du même article passerait de deux ans à cinq ans moins un jour[560]. Une telle augmentation ajoutera un effet dissuasif certain aux pouvoirs de la Commission de faire respecter les dispositions de la Loi en matière d'opérations d'initiés.
- Nous avons recommandé que la Commission soit autorisée à ordonner qu'une personne ou une société se conforme ou cesse de contrevenir aux mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières et qu'elle s'y conforme à l'avenir, ou qu'elle prenne des mesures pour s'assurer de la conformité future avec ces mesures. La Commission pourrait utiliser ce pouvoir pour compléter les autres ordonnances qu'elle pourrait rendre au cours d'audiences administratives en matière de délit d'initié au titre de l'article 127.

Nous remarquons en outre que la Commission dispose de plusieurs mesures d'exécution en ce qui a trait aux délits d'initiés. Elle peut tout d'abord amorcer des poursuites quasi criminelles en vertu de l'article 122 de la Loi. Elle peut également entamer des poursuites administratives dans le cadre desquelles elle peut, au titre de l'article 127, rendre une ou plusieurs ordonnances dans l'intérêt public. Enfin, la Commission peut demander à la Cour supérieure de rendre une ou plusieurs ordonnances d'exécution civile. Traditionnellement, la Commission a poursuivi les délits d'initiés à titre d'actes quasi criminels. Nous soulignons toutefois que les poursuites en vertu de l'article 122 sont sujettes à une norme de preuve plus élevée (soit une preuve hors de tout doute raisonnable plutôt que celle de la prépondérance des probabilités) et à un fardeau de preuve plus rigoureux. À titre de conseil pratique, nous avons suggéré dans le rapport préliminaire que, dans les cas appropriés, la Commission envisage d'utiliser ces autres mécanismes exécutoires disponibles en vertu des articles 127 et 128 de la Loi pour réglementer les délits d'initiés.

---

[559] Les Modifications de 2002, paragraphe 183(1).

[560] Les Modifications de 2002, article 181.

Un observateur s'est préoccupé du fait que notre recommandation suggérait implicitement que la Commission devrait engager des procédures dans les cas « les plus mal fondés »[561]. Cela n'était pas notre intention; nous ne croyons pas qu'une procédure devrait être engagée dans les cas « mal fondés ». Nous encourageons toutefois la Commission à tirer profit de la variété et de la souplesse des mesures de redressement prévues par la Loi pour ce qui est de choisir le mécanisme d'exécution qui permettra le mieux d'atteindre les objectifs de la Loi dans des circonstances particulières[562].

Enfin, nous avons passé en revue les dispositions de la Loi en matière de responsabilité civile dans les cas de délits d'initiés. La Loi ne reconnaît comme motif de poursuite pour délit d'initié que l'achat ou la vente de titres auprès de l'initié (exigence d'un lien contractuel)[563]. À ce propos, un intervenant a déclaré ce qui suit :

> Dans un marché secondaire actif, il sera normalement difficile pour un investisseur de faire la preuve du lien direct exigé par la loi. De plus, même si un investisseur réussit à faire la preuve de ce lien, le lien lui-même ne sera qu'une question de hasard. L'investisseur ayant droit à un remboursement ne se distingue pas de tous les autres investisseurs ayant simultanément effectué des opérations semblables et dont les actions, par simple hasard, n'ont pas été achetées ou vendues par l'initié. Les mesures législatives actuelles créent donc un recours qui, même lorsqu'il est disponible, est fondé sur une distinction arbitraire découlant du simple hasard[564].

Dans le rapport préliminaire, nous avons recommandé que les ACVM examinent, dans le cadre des modifications proposées relativement à la responsabilité civile, s'il serait indiqué ou non d'élargir la portée des dispositions existantes concernant les questions de responsabilité civile relatives aux délits d'initiés en supprimant l'exigence de l'existence d'un lien contractuel[565]. Deux observateurs ont exprimé leur désaccord à l'égard de cette recommandation et ont fourni des arguments bien pesés pour appuyer leur position. Ils ont signalé, entre autres, la possibilité que des dommages-intérêts injustes et excessifs soient accordés si l'exigence de l'existence d'un lien contractuel est supprimée[566].

Le droit américain sur les valeurs mobilières ne renferme pas d'exigence relative à l'existence d'un lien contractuel par rapport au droit d'action prévu par la loi pour les délits d'initiés. Il crée

---

561 Voir la lettre d'observations de Davies, Ward, Phillips & Vineberg s.r.l.

562 Nous faisons remarquer que la Commission a émis récemment un avis d'audition relativement à l'affaire ATI Technologies Inc., qui est un cas de délit d'initié. En plus des diverses ordonnances demandées en vertu de l'article 127 de la Loi, l'avis indique que, si la Commission découvre que l'une des parties intimées ne s'est pas conformée au droit ontarien des valeurs mobilières, le personnel demandera à la Commission de déterminer si une requête devrait être présentée à la cour en vertu de l'article 128 de la Loi demandant une déclaration de non-conformité et une ordonnance de remboursement (*Notice of Hearing*, ATI Technologies Inc. *et coll.*, 16 janvier 2002).

563 *Loi sur les valeurs mobilières*, art. 134 (« est tenue d'indemniser en dommages-intérêts le vendeur ou l'acheteur des valeurs mobilières »).

564 Se reporter à la déclaration dissidente de Philip Anisman, Comité de la divulgation d'Entreprise de la Bourse de Toronto – Rapport Final, *Responsible Corporate Disclosure – A Search for Balance* (mars 1997), page 112.

565 Les modifications relatives à la responsabilité civile seront ajoutées à la Loi (en vertu des Modifications de 2002, art. 185).

566 Voir les lettres d'observations de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l. et d'Ogilvy Renault.

plutôt un droit d'action en faveur des négociateurs contemporains[567] et limite le montant total des dommages-intérêts pouvant être imposé au profit réalisé ou à la perte évitée par l'initié dans l'opération en question. En outre, le montant de toute ordonnance de remboursement rendue dans le cadre d'une procédure se rapportant à la même opération ou aux mêmes opérations doit être déduit du total des dommages-intérêts pouvant être imposé à un initié. Une démarche semblable, fondée sur des principes, devrait être adoptée en Ontario. À notre avis, le mécanisme relatif à la responsabilité civile pour les délits d'initiés devrait s'appuyer sur un modèle de dissuasion plutôt que de fournir un régime compensatoire. On devrait empêcher un initié qui effectue une opération en ayant connaissance de renseignements importants non divulgués de profiter des avantages que lui apporte cette opération. On peut le faire des deux façons suivantes :

- en supprimant l'exigence d'un lien contractuel et en fournissant ainsi un droit d'action significatif;
- en limitant la responsabilité totale pour les dommages-intérêts au montant du profit réalisé ou de la perte évitée par l'initié.

Nous recommandons que le gouvernement de l'Ontario envisage de modifier l'article 134 de la Loi afin d'élargir la portée des dispositions concernant les questions de responsabilité civile relatives aux délits d'initiés, comme nous l'avons mentionné ci-dessus.

Recommandations :

1. Nous recommandons que, dans les cas appropriés, la Commission envisage d'utiliser les autres mécanismes exécutoires disponibles en vertu des articles 127 et 128 de la Loi, pour réglementer les délits d'initiés.

2. Nous recommandons que le gouvernement de l'Ontario envisage de modifier la Loi afin d'élargir la portée des dispositions existantes concernant les questions de responsabilité civile relatives aux délits d'initiés en supprimant l'exigence d'un lien contractuel à l'article 134 de la Loi. Nous recommandons également d'examiner l'inclusion d'une disposition qui limite la responsabilité en vertu de cet article au montant du profit réalisé ou de la perte évitée par l'initié par suite de l'opération ou des opérations en question. De plus, on devrait soustraire de cette responsabilité le montant qui doit être remboursé conformément à une ordonnance du tribunal ou de la Commission, le cas échéant, dans le cadre d'une procédure se rapportant à la même opération ou aux mêmes opérations.

---

567 Le paragraphe 20A(a) de la Loi de 1934 stipule ce qui suit :
« Quiconque enfreint toute disposition du présent chapitre ou les règles ou règlements s'y rattachant en achetant ou en vendant un titre pendant qu'il possède une information importante inconnue du public est tenu responsable dans une action intentée… à l'égard de toute personne qui, au même moment que l'achat ou la vente de titres faisant l'objet d'une telle infraction, a acheté… ou vendu… des titres appartenant à la même catégorie. »

plutôt un droit d'action en faveur des négociateurs contemporains[567] et limite le montant total des dommages-intérêts pouvant être imposé au profit réalisé ou à la perte évitée par l'initié dans l'opération en question. En outre, le montant de toute ordonnance de remboursement rendue dans le cadre d'une procédure se rapportant à la même opération ou aux mêmes opérations doit être déduit du total des dommages-intérêts pouvant être imposé à un initié. Une démarche semblable, fondée sur des principes, devrait être adoptée en Ontario. À notre avis, le mécanisme relatif à la responsabilité civile pour les délits d'initiés devrait s'appuyer sur un modèle de dissuasion plutôt que de fournir un régime compensatoire. On devrait empêcher un initié qui effectue une opération en ayant connaissance de renseignements importants non divulgués de profiter des avantages que lui apporte cette opération. On peut le faire des deux façons suivantes :

- en supprimant l'exigence d'un lien contractuel et en fournissant ainsi un droit d'action significatif;
- en limitant la responsabilité totale pour les dommages-intérêts au montant du profit réalisé ou de la perte évitée par l'initié.

Nous recommandons que le gouvernement de l'Ontario envisage de modifier l'article 134 de la Loi afin d'élargir la portée des dispositions concernant les questions de responsabilité civile relatives aux délits d'initiés, comme nous l'avons mentionné ci-dessus.

Recommandations :

1. Nous recommandons que, dans les cas appropriés, la Commission envisage d'utiliser les autres mécanismes exécutoires disponibles en vertu des articles 127 et 128 de la Loi, pour réglementer les délits d'initiés.

2. Nous recommandons que le gouvernement de l'Ontario envisage de modifier la Loi afin d'élargir la portée des dispositions existantes concernant les questions de responsabilité civile relatives aux délits d'initiés en supprimant l'exigence d'un lien contractuel à l'article 134 de la Loi. Nous recommandons également d'examiner l'inclusion d'une disposition qui limite la responsabilité en vertu de cet article au montant du profit réalisé ou de la perte évitée par l'initié par suite de l'opération ou des opérations en question. De plus, on devrait soustraire de cette responsabilité le montant qui doit être remboursé conformément à une ordonnance du tribunal ou de la Commission, le cas échéant, dans le cadre d'une procédure se rapportant à la même opération ou aux mêmes opérations.

---

[567] Le paragraphe 20A(a) de la Loi de 1934 stipule ce qui suit :
« Quiconque enfreint toute disposition du présent chapitre ou les règles ou règlements s'y rattachant en achetant ou en vendant un titre pendant qu'il possède une information importante inconnue du public est tenu responsable dans une action intentée… à l'égard de toute personne qui, au même moment que l'achat ou la vente de titres faisant l'objet d'une telle infraction, a acheté… ou vendu… des titres appartenant à la même catégorie. »

24.4 Rapports d'initiés

En ce qui a trait aux rapports d'initiés, nous remarquons que les ACVM ont élaboré le système de données électroniques sur les initiés (SEDI)[568]. L'objet du SEDI est de permettre aux initiés de la plupart des émetteurs assujettis de déposer de façon sécuritaire des rapports d'initiés en format électronique par l'entremise d'Internet. Le nouveau système permettra également au public épargnant d'avoir accès à de l'information sélectionnée sur les initiés par l'entremise du site Web du SEDI. La mise en œuvre du SEDI devrait permettre une diffusion plus rapide et plus efficiente de l'information enregistrée. Le SEDI devrait également permettre aux organismes de réglementation de coordonner leurs examens des rapports d'initiés et d'assurer une surveillance plus efficace du respect de la réglementation en matière de rapports d'initiés[569]. Actuellement, les rapports d'initiés doivent être déposés au plus tard dix jours après la date de l'opération. Une fois que le SEDI sera totalement opérationnel, les ACVM devraient envisager une réduction supplémentaire de la période de dépôt des rapports d'initiés. Les dépôts de rapports électroniques devraient faciliter la divulgation plus rapide des opérations d'initiés.

Dans le rapport préliminaire, nous avons fait référence aux observateurs qui, relativement à la Liste des questions de fond, ont exprimé des préoccupations quant aux opérations grâce auxquelles les initiés, à toutes fins utiles, se défont de leurs actions dans une société émettrice sans avoir à se conformer aux exigences touchant les rapports d'initiés[570]. Les auteurs de ces commentaires ont donné comme exemple les prêts ou les contrats sur produits dérivés accessoires ainsi que l'utilisation de produits financiers structurés, qui permettent aux initiés d'échanger leurs actions « synthétiquement » ou par l'entremise d'un tiers, dans le cadre d'une opération de couverture, sans être tenus en toutes circonstances de divulguer l'opération. Nous avons fait remarquer que le formulaire du SEDI pour les opérations d'initiés (formulaire 55-102F2) contient des demandes d'information précises au sujet de toute opération en ce qui concerne les produits dérivés de tiers. Cela n'est pas explicitement le cas dans l'exemplaire papier du rapport d'initié. On nous a dit que cette différence avait suscité de la confusion dans le marché et que l'existence de ces renseignements dans le SEDI avait été faussement interprétée comme une nouvelle exigence. Nous comprenons que l'intention des ACVM était de faciliter le dépôt des rapports d'initiés sur les opérations portant sur des options ou autres produits dérivés transigés en bourse ou hors bourse, lorsque les lois en matière de valeurs mobilières l'exigent.

Le Comité est conscient du fait que des questions ont été soulevées en ce qui concerne les opérations portant sur des produits dérivés de tiers et l'obligation de les divulguer. On peut, par

---

568 Avis de Norme canadienne 55-102, Formulaires 55-102F1, 55-102F2, 55-102F3, 55-102F4, 55-102F5 et 55-106 F6, Instruction complémentaire 55-102CP – *Système de données électroniques sur les initiés (SEDI)* (2001), 24 OSCB 4414. Le SEDI n'est pas disponible actuellement en raison de difficultés techniques.

569 *Ibid.*

570 Voir les lettres d'observations relatives à la Liste des questions de fonds de l'ACCOVAM, de Simon Romano et du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario.

exemple, penser à la monétisation des actions[571]. Les opérations de monétisation d'actions font l'objet de questions de réglementation relativement aux rapports d'initiés, aux opérations d'initiés, à l'entiercement et aux périodes de détention. Les ACVM ont récemment publié aux fins de commentaires la norme multilatérale 55-103 intitulée *Insider Reporting for Certain Derivative Transactions (Equity Monetization)* qui propose d'aborder ces questions[572].

Comme nous l'avons indiqué dans le rapport préliminaire, nous croyons que les initiés devraient être tenus de divulguer ce genre d'opération afin de permettre au public de connaître l'étendue de la participation financière de l'initié dans une société émettrice et d'être averti de tout changement effectif ou de toute élimination de sa participation financière dans celle-ci. Nous encourageons les ACVM à poursuivre leurs efforts et soulignons le besoin de transparence des rapports d'initiés à cet égard. Nous croyons également qu'il importe d'aborder ces questions sur le plan national. Un certain nombre de commentaires sur le rapport préliminaire ont appuyé notre recommandation à cet égard.

Recommandations :

1. Nous recommandons que les ACVM envisagent une réduction supplémentaire de la période de dépôt des rapports d'initiés (actuellement, les rapports doivent être déposés dans les 10 jours qui suivent la date de l'opération), une fois que le système de données électroniques sur les initiés (SEDI) sera opérationnel.

2. Nous recommandons que les mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières soient modifiées pour exiger que les initiés déclarent tout changement effectif ou toute élimination de leur participation financière dans une société émettrice.

24.5 Ordonnances de blocage

Le pouvoir de la Commission de rendre une ordonnance de blocage est énoncé à l'article 126 de la Loi[573]. Ce pouvoir lui permet, au moyen d'une directive, d'enjoindre à une personne qui

---

[571] La monétisation d'actions est une opération permettant au titulaire des actions de se trouver dans une position économique équivalente à celle où il se trouverait s'il avait vendu les actions en question, sans pourtant les avoir réellement vendues ni être tenu de divulguer l'opération.

[572] (2003), 26 OSCB 1805.

[573] Le paragraphe 126(1) de la Loi se lit comme suit :

> Si elle le juge opportun :
>
> (a) soit pour l'application régulière du droit ontarien des valeurs mobilières ou la réglementation des marchés des capitaux en Ontario;
>
> (b) soit pour aider à l'application régulière des lois sur les valeurs mobilières ou à la réglementation des marchés des capitaux dans une autre autorité législative,
>
> la Commission peut, au moyen d'une directive, enjoindre à une personne ou à une compagnie qui est dépositaire ou qui a le contrôle ou la garde de fonds, de valeurs mobilières ou de biens d'une personne ou d'une compagnie de retenir ces fonds, valeurs mobilières ou biens jusqu'à ce que la Commission, par écrit, révoque la directive ou consente à soustraire un fonds, une valeur mobilière ou un bien donné à son application, ou jusqu'à ce que la Cour de l'Ontario (Division générale) en ordonne autrement.

exemple, penser à la monétisation des actions[571]. Les opérations de monétisation d'actions font l'objet de questions de réglementation relativement aux rapports d'initiés, aux opérations d'initiés, à l'entiercement et aux périodes de détention. Les ACVM ont récemment publié aux fins de commentaires la norme multilatérale 55-103 intitulée *Insider Reporting for Certain Derivative Transactions (Equity Monetization)* qui propose d'aborder ces questions[572].

Comme nous l'avons indiqué dans le rapport préliminaire, nous croyons que les initiés devraient être tenus de divulguer ce genre d'opération afin de permettre au public de connaître l'étendue de la participation financière de l'initié dans une société émettrice et d'être averti de tout changement effectif ou de toute élimination de sa participation financière dans celle-ci. Nous encourageons les ACVM à poursuivre leurs efforts et soulignons le besoin de transparence des rapports d'initiés à cet égard. Nous croyons également qu'il importe d'aborder ces questions sur le plan national. Un certain nombre de commentaires sur le rapport préliminaire ont appuyé notre recommandation à cet égard.

Recommandations :

1. Nous recommandons que les ACVM envisagent une réduction supplémentaire de la période de dépôt des rapports d'initiés (actuellement, les rapports doivent être déposés dans les 10 jours qui suivent la date de l'opération), une fois que le système de données électroniques sur les initiés (SEDI) sera opérationnel.

2. Nous recommandons que les mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières soient modifiées pour exiger que les initiés déclarent tout changement effectif ou toute élimination de leur participation financière dans une société émettrice.

24.5 Ordonnances de blocage

Le pouvoir de la Commission de rendre une ordonnance de blocage est énoncé à l'article 126 de la Loi[573]. Ce pouvoir lui permet, au moyen d'une directive, d'enjoindre à une personne qui

---

[571] La monétisation d'actions est une opération permettant au titulaire des actions de se trouver dans une position économique équivalente à celle où il se trouverait s'il avait vendu les actions en question, sans pourtant les avoir réellement vendues ni être tenu de divulguer l'opération.

[572] (2003), 26 OSCB 1805.

[573] Le paragraphe 126(1) de la Loi se lit comme suit :

> Si elle le juge opportun :
>
> (a) soit pour l'application régulière du droit ontarien des valeurs mobilières ou la réglementation des marchés des capitaux en Ontario;
>
> (b) soit pour aider à l'application régulière des lois sur les valeurs mobilières ou à la réglementation des marchés des capitaux dans une autre autorité législative,
>
> la Commission peut, au moyen d'une directive, enjoindre à une personne ou à une compagnie qui est dépositaire ou qui a le contrôle ou la garde de fonds, de valeurs mobilières ou de biens d'une personne ou d'une compagnie de retenir ces fonds, valeurs mobilières ou biens jusqu'à ce que la Commission, par écrit, révoque la directive ou consente à soustraire un fonds, une valeur mobilière ou un bien donné à son application, ou jusqu'à ce que la Cour de l'Ontario (Division générale) en ordonne autrement.

possède ou qui contrôle des fonds, des valeurs mobilières ou des biens d'une personne ou d'une compagnie de les retenir jusqu'à ce que la Commission ou la cour en décide autrement. Une telle ordonnance peut être rendue sans préavis. Toutefois, en vertu du paragraphe 126(5), la Commission est tenue de présenter une requête à la cour relativement à une ordonnance prolongeant l'ordonnance qu'elle a rendue. Cette requête doit être faite au plus tard sept jours après que la Commission a rendu son ordonnance.

À la suite de la publication du rapport préliminaire, le personnel de la Commission a fait part au Comité de ses préoccupations à l'égard du paragraphe 126(5). Il a indiqué que les lois sur les valeurs mobilières de plusieurs autres provinces ne contiennent pas de disposition exigeant que la cour examine une ordonnance de blocage[574] et il a suggéré que la Loi soit modifiée afin de permettre à la Commission elle-même d'examiner s'il serait dans l'intérêt public de proroger l'ordonnance de blocage, conformément à une requête sur préavis aux parties concernées. Le Comité a également passé en revue une décision rendue récemment par la Cour supérieure de justice qui aborde la question de savoir quel examen approprié devra être appliqué par la cour pour déterminer si une ordonnance de blocage rendue par la Commission doit être maintenue[575].

Nous croyons que cette question devrait faire l'objet d'une analyse et d'une consultation du public. Les points à examiner comprendraient notamment le fait de savoir qui, de la cour ou de la Commission, constitue l'entité appropriée pour maintenir l'ordonnance de blocage et si un critère plus approprié pourrait être inclus dans la Loi en tant que motif de maintien d'une ordonnance de blocage. Nous croyons que d'autres points doivent être débattus. Nous recommandons que ces questions soient étudiées en tenant compte de l'avis du public et nous ne faisons aucune recommandation précise pour le moment.

---

574 En Colombie-Britannique, en Alberta et au Québec, les lois sur les valeurs mobilières n'exigent pas que leurs Commissions respectives demandent à la cour d'examiner une ordonnance de blocage. Toutefois, elles exigent au moins qu'une enquête soit proposée ou en cours comme fondement d'une ordonnance de blocage. En Colombie-Britannique et en Alberta, les lois sur les valeurs mobilières prévoient également d'autres motifs pour rendre une ordonnance de blocage, y compris l'introduction proposée ou réelle de procédures de la Commission ou de procédures criminelles, le fait que la Commission rende certaines ordonnances ainsi qu'un manquement aux lois sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique ou une preuve d'infraction aux lois sur les valeurs mobilières de l'Alberta. Aux États-Unis, la SEC peut rendre une ordonnance temporaire de cesser et de s'abstenir (qui peut comprendre une ordonnance enjoignant de prendre des mesures pour empêcher la dissipation ou l'appropriation des éléments d'actif) si elle détermine qu'une allégation ou une menace d'infraction risque d'entraîner une dissipation ou une appropriation importante des éléments d'actif ou de nuire de façon importante aux investisseurs ou à l'intérêt public avant que les procédures soient terminées. Une partie intimée peut présenter une demande à la SEC ou à la cour afin qu'une telle ordonnance soit annulée, limitée ou suspendue. Dans certaines circonstances, la SEC peut également déposer une requête devant la cour demandant une injonction ou une ordonnance de blocage temporaire. En Ontario, par contre, le paragraphe 126(1) de la Loi (précité à la note 573) est beaucoup plus général et n'exige pas expressément qu'une enquête ou qu'une procédure soit proposée ou en cours, qu'il y ait une infraction ou une preuve d'infraction au droit ontarien des valeurs mobilières ou qu'il y ait une probabilité de dissipation des éléments d'actif ou de préjudice envers les investisseurs ou l'intérêt public, comme motif permettant de rendre une ordonnance de blocage.

575 *Ontario Securities Commission* c. *RBC Dominion Securities Inc.* (2001), 54 O.R. (3d) 767. Le tribunal a formulé des commentaires sur le fait que la Loi ne précise pas de critère à ces fins, a examiné un certain nombre de méthodes possibles et a fini par appliquer une forme modifiée du critère utilisé pour une injonction Mareva en vertu de la common law.

Recommandation :

Nous recommandons que les questions soulevées à l'égard du maintien des ordonnances de blocage en vertu de l'article 126 de la Loi fassent l'objet d'une étude plus approfondie en tenant compte de l'avis du public. Nous suggérons notamment que les points suivants, à tout le moins, soient examinés :

- qui, de la Commission ou de la cour, devrait autoriser le maintien d'une ordonnance de blocage;
- quel est le critère qu'il convient d'appliquer pour déterminer si une ordonnance de blocage doit être maintenue.

24.6 Ordonnances de frais

Un commentaire sur le rapport préliminaire a soulevé la question des dispositions de la Loi portant sur les frais d'enquête et suggéré qu'elles soient modifiées afin i) d'établir clairement qu'une partie intimée qui n'a pas obtenu gain de cause n'est responsable que des frais et des débours prouvables réels du personnel de la Commission et ii) de stipuler que ces frais doivent être examinés par la partie intimée[576]. L'observateur a également suggéré que la Loi soit modifiée de façon à accorder à la Commission le pouvoir discrétionnaire d'attribuer les frais aux parties intimées qui ont eu gain de cause selon une échelle appropriée.

Les dispositions relatives aux frais de l'article 127.1 ont été ajoutées à la Loi en 1999. Ces dispositions autorisent la Commission à ordonner à une personne ou à une société de payer les frais d'une enquête ou les frais d'une audience dans certaines circonstances[577]. La Commission peut conserver les frais qui lui sont payés en vertu de cet article et elle n'est pas tenue de les verser au Trésor[578].

Nous avons quelques préoccupations à l'égard des ordonnances de frais en vertu de la Loi. Il est clair que le pouvoir d'ordonner le paiement des frais en vertu de la Loi est discrétionnaire. Cependant, nous pensons qu'il serait utile que la Commission élabore des politiques ou des lignes directrices en ce qui a trait à la façon dont les frais devraient être établis et aux

---

576 Voir la lettre d'observations de Fasken Martineau DuMoulin s.r.l.

577 La Commission doit être convaincue que la personne ou la société ne s'est pas conformée au droit ontarien des valeurs mobilières ou qu'elle n'a pas agi dans l'intérêt public. En outre, lorsqu'une personne ou une société est coupable d'une infraction en vertu de la Loi, la Commission peut ordonner à la personne ou à la société concernée de payer les frais liés à toute enquête effectuée en rapport avec cette infraction.

578 La Loi, paragraphe 3.4(2).

circonstances dans lesquelles ils pourraient être ordonnés. Nous croyons également que les coûts devraient faire l'objet d'un examen à la demande d'une partie intimée[579].

Nous notons que l'article 127.1 considère les ordonnances de frais sous un seul angle, c'est-à-dire comme les frais payables à la Commission par une partie intimée. Il n'existe aucune disposition « parallèle » pour les frais payables à une partie intimée par la Commission. Certains commentateurs, dont celui mentionné plus haut, ont soutenu que le pouvoir d'émettre une ordonnance de frais devrait s'appliquer des deux façons, ce qui signifie que si la Commission a le droit d'ordonner le paiement de frais par une partie intimée, elle devrait aussi avoir le droit d'ordonner le paiement de frais à une partie intimée. Nous recommandons d'examiner, dans le cadre de tout examen futur de la Loi, la question de savoir si la Loi devrait comprendre une disposition autorisant la Commission à ordonner le paiement de frais à une partie intimée dans le cadre des procédures de la Commission et, si oui, dans quelles circonstances cette disposition devrait s'appliquer[580].

---

579 Les lois sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique et du Québec prévoient une démarche semblable. En vertu de la loi de la Colombie-Britannique, si on ordonne à une personne de payer les frais (comme le prévoit la Loi), elle peut s'adresser à un protonotaire ou à un greffier de la Cour suprême pour examiner l'ordonnance (article 179). Le protonotaire ou le greffier peut modifier le montant total des frais, à l'intérieur des limites établies dans les règlements, après avoir examiné toutes les circonstances, y compris a) la complexité, la difficulté ou la nouveauté des questions en cause, b) les compétences, les connaissances spécialisées et la responsabilité qui sont exigées de la ou des personnes ayant procédé à l'examen, à l'enquête, à l'inspection ou à l'audience, c) le montant total des frais précisés dans l'ordonnance et d) le prolongement raisonnablement accordé. Les règles de la Cour suprême se rapportant à la taxation des frais s'appliquent à un examen effectué en vertu de l'article 179. Dans le cas d'une personne déclarée coupable d'une infraction aux termes de la loi de la Colombie-Britannique, le directeur exécutif peut préparer un certificat indiquant les frais liés à l'enquête portant sur l'infraction et peut demander à un protonotaire ou à un greffier de la cour d'examiner le certificat, comme si c'était un mémoire de frais. Une fois examiné, le certificat peut être déposé auprès de la cour et exécuté de la même façon que s'il s'agissait d'une ordonnance de la cour (article 160). En vertu de la loi du Québec, si une personne est reconnue coupable d'une infraction aux termes de la Loi ou des lois sur les valeurs mobilières d'un autre territoire de compétence, la Commission peut recouvrer de cette personne les frais liés à l'enquête, selon le tarif établi par voie de règlement (article 212). La Commission est tenue de préparer un état des frais et de le présenter à un juge pour la taxation.

580 La *Loi sur l'exercice des compétences légales*, L.R.O. 1990, c. S. 22 (LECL), prévoit qu'un tribunal peut établir des règles quant aux circonstances dans lesquelles il peut ordonner à une partie de payer tout ou partie des dépens d'une autre partie. Toutefois, la loi stipule également qu'une telle ordonnance ne peut être rendue que dans certaines circonstances, c'est-à-dire lorsque la conduite d'une partie a été déraisonnable, frivole ou vexatoire ou qu'une partie a agi de mauvaise foi (paragraphes 17.1(1) et (2)). Bien que le pouvoir d'émettre une ordonnance de frais actuellement conféré à la Commission en vertu de l'article 127.1 de la Loi ait une portée plus vaste que les paragraphes 17.1(1) et (2) de la LECL, il est en fait protégé par l'application du paragraphe 17.1(4), selon lequel un tribunal peut émettre une ordonnance de frais dans des circonstances autres que celles énoncées aux paragraphes 17.1(1) et (2) s'il le fait conformément aux dispositions d'une loi qui étaient en vigueur le jour de la prise d'effet de l'article 17.1 de la LECL. (L'article 127.1 de la Loi est entré en vigueur avant l'article 17.1 de la LECL.) Toutefois, en déterminant si la Commission devrait avoir le pouvoir discrétionnaire d'ordonner le paiement de frais à une partie intimée dans le cadre des procédures de la Commission, il peut être important d'examiner le cadre établi par la LECL.

Recommandations :

1. En ce qui a trait au pouvoir actuel d'émettre une ordonnance de frais en vertu de l'article 127.1 de la Loi, nous recommandons que la Commission élabore des politiques ou des lignes directrices quant à la façon dont les frais devraient être établis et quant aux circonstances dans lesquelles le paiement des frais pourrait être ordonné. Nous recommandons également que les ordonnances de frais rendues en vertu de cet article puissent faire l'objet d'un examen à la demande d'une partie intimée.

2. Nous recommandons d'examiner, dans le cadre de tout examen futur de la Loi, la question de savoir si la Commission devrait avoir le pouvoir discrétionnaire d'ordonner le paiement des frais à une partie intimée dans le cadre des procédures de la Commission et, si oui, dans quelles circonstances.

24.7 Protection des dénonciateurs

La nécessité de protéger les dénonciateurs en vertu de la Loi a été soulevée par un observateur qui a suggéré que la Loi soit modifiée afin de protéger contre les représailles, les mesures disciplinaires ou la discrimination les employés qui mettent les autorités au courant d'infractions alléguées à la Loi ayant été commises par leurs employeurs ou des personnes qui y sont associées[581]. Ce commentaire a été formulé à la lumière des modifications apportées à la *Loi Sarbanes-Oxley de 2002* des États-Unis, plus particulièrement l'article 806 de cette loi qui offre une protection contre la cessation d'emploi ou d'autres mesures de représailles à tout employé, entrepreneur, sous-traitant ou agent d'une entreprise ouverte qui i) fournit des preuves relatives à une conduite que l'employé croit, de façon raisonnable, être contraire aux lois fédérales portant sur les valeurs mobilières ou sur les activités frauduleuses ou ii) témoigne ou participe à une procédure relative aux valeurs mobilières ou aux activités frauduleuses, ou qui dépose une plainte[582].

Recommandation :

Nous appuyons en principe la protection des dénonciateurs, mais nous faisons remarquer qu'elle ne relève pas nécessairement de la Loi. Il serait, par exemple, plus approprié d'inclure de telles dispositions dans les lois relatives aux sociétés ou à l'emploi.

---

581 Voir la lettre d'observations du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario.

582 Le type de protection ou de mesure de redressement qui est accordé en vertu de l'article 806 de la *Loi Sarbanes-Oxley de 2002* comprend la réintégration, le rappel de salaire ou les dommages-intérêts particuliers. Une mesure de redressement peut être ordonnée par le Secrétaire au travail ou une cour de district des États-Unis.

24.8 Initiatives en matière d'exécution du gouvernement fédéral – Un pas de plus

Le présent rapport aborde en long et en large les pouvoirs d'exécution conférés à la Commission. Nous avons fait de nombreuses recommandations visant à renforcer ces pouvoirs parce que nous croyons que la Commission a absolument besoin de pouvoirs d'exécution efficaces pour accomplir son mandat.

Le gouvernement de l'Ontario a déjà adopté un certain nombre des recommandations que nous avons formulées dans notre rapport préliminaire relativement aux questions liées à l'exécution de la loi. Ainsi, il a manifesté sa reconnaissance et son appui à l'égard du rôle que joue l'exécution de la loi dans la protection des investisseurs et dans la promotion de l'intégrité des marchés des capitaux de l'Ontario.

Le gouvernement fédéral a également reconnu l'importance des efforts déployés en matière d'exécution de la loi pour ce qui est de promouvoir la confiance des investisseurs. Dans son budget du 18 février 2003, le gouvernement fédéral a présenté ses plans à l'égard d'une approche nationale en matière d'application de la loi visant à renforcer les enquêtes et les poursuites pour les fraudes d'entreprise et les activités illégales sur le marché. Le gouvernement fédéral prévoit de nouvelles mesures législatives pour réviser ces infractions, permettre la collecte de preuves ciblées et adapter les structures de détermination de la peine afin de souligner la gravité des infractions liées aux fraudes d'entreprise. Il mettra sur pied des équipes intégrées d'enquêteurs, de juricomptables et d'avocats sous la cogestion de la Gendarmerie royale du Canada et de ses partenaires, dans les principaux centres financiers du Canada, dans le but de collaborer étroitement avec les organismes de réglementation des valeurs mobilières et les corps policiers locaux et provinciaux pour s'attaquer aux cas les plus graves de fraudes d'entreprise et d'activités illégales sur le marché (y compris les infractions alléguées aux lois provinciales sur les valeurs mobilières). En outre, le gouvernement fédéral a indiqué qu'il étudiera, avec les provinces et d'autres intervenants clés, l'établissement de pouvoirs équivalents pour lui permettre d'intenter des poursuites en cas d'infractions criminelles graves dans le domaine des valeurs mobilières et de la fraude d'entreprise[583].

---

583 Canada, ministère des Finances, *Le plan budgétaire de 2003* (Ottawa, Imprimeur de la Reine, février 2003), pp. 184 à 187.

ANNEXES

ANNEXE A

GLOSSAIRE

ACCFM — Association canadienne des courtiers de fonds mutuels.

ACCOVAM — Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières.

AcSOC — Conseil de surveillance de la normalisation comptable (CSNC)

ACVM — Autorités canadiennes en valeurs mobilières.

ATS — Alternative Trading System.

BCSC — Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique.

BDNI — Base de données nationale des inscriptions.

Bourse de croissance TSX — Bourse de croissance TSX et son prédécesseur, la Canadian Venture Exchange ou « CDNX ».

BSIF — Bureau du surintendant des institutions financières.

Bulletin — bulletin de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

CCU — *Code commercial uniforme*.

CDNX — Canadian Venture Exchange Inc.

CINC — Comité international de normalisation de la comptabilité.

CNCC — Conseil des normes comptables du Canada.

Comité Allen — *Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Disclosure* mis sur pied en juin 1994 pour examiner l'information continue des sociétés ouvertes canadiennes et déterminer si cette information était adéquate et pour établir si des recours additionnels devaient être offerts aux organismes de réglementation ou aux investisseurs, lorsque les émetteurs ne respectaient pas leurs obligations d'information continue.

Comité d'experts — Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees mis sur pied par la Bourse de New York et la NASDAQ à la demande de la SEC.

Comité Daniels — Groupe de travail sur la réglementation des valeurs mobilières de l'Ontario constitué conjointement en octobre 1993 par le ministre des Finances et la Commission des

valeurs mobilières de l'Ontario pour examiner le cadre législatif concernant l'élaboration de directives en matière de valeurs mobilières en Ontario et faire des recommandations à cet égard.

Comité Dey — Committee on Corporate Governance in Canada de la Bourse de Toronto mis sur pied en septembre 1993 pour mener une enquête sur la régie d'entreprise au Canada et faire des recommandations visant à améliorer le système de régie des sociétés canadiennes.

Comité Saucier — Comité mixte sur la gouvernance d'entreprise créé en juillet 2000 par la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX et l'ICCA et présidé par Guylaine Saucier.

Comité sur les norms — Securities Industry Committee on Analysts Standards formé en 1999 par l'ACCOVAM, la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX.

Comité Zimmerman — comité de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières créé en 1996 pour examiner les offres publiques d'achat et les délais pour les offres publiques d'achat.

Comité — Comité d'étude de cinq ans.

Commission — Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

CSF — chef des services financiers.

CSFO — Commission des services financiers de l'Ontario.

CUB — Canadian Unlisted Board.

CVMQ — Commission des valeurs mobilières du Québec.

Équipe CD — Continuous Disclosure Team de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

FIA — formulaire d'information annuelle.

Forum conjoint — Forum conjoint des autorités de réglementation du marché financier qui a été constitué par les ACVM, le Conseil canadien des responsables de la réglementation d'assurance et l'Association canadienne des organismes de contrôle des régimes de retraite et qui est composé de représentants de ces organismes. L'objectif du Forum est de coordonner et de rationaliser la réglementation relative aux produits et services financiers dans tout le Canada.

FSA — Financial Services Authority du Royaume-Uni.

G-7 — groupe de sept pays dont font partie les États-Unis, le Japon, l'Allemagne, la France, l'Italie, le Royaume-Uni et le Canada.

Groupe de travail du Forum conjoint sur la résolution des conflits — groupe de travail sur la résolution des conflits créé par le Forum conjoint des autorités de réglementation du marché financier.

ICCA — Institut Canadien des Comptables Agréés.

IFAC — Fédération internationale des comptables.

IFIC — Institut des fonds d'investissement du Canada.

LCE — Loi de 2000 sur le commerce électronique, L.O. 2000, chap. 17.

LCSA — Loi canadienne sur les sociétés par actions, L.R.C. 1885, chap. C-44.

Lignes directrices de la TSX — lignes directrices de l'article 474 du TSX Company Manual for Effective Corporate Governance.

Loi de 1934 — Securities Exchange Act de 1934, 15 U.S.C., articles 78a et suivants.

Loi de l'Alberta — Securities Act (Alberta), R.S.A. 2000, chap. S-4.

Loi de la Colombie-Britannique — Securities Act (Colombie-Britannique), R.S.B.C. 1996, chap. 418.

Loi de la Saskatchewan — Securities Act (Saskatchewan), R.S.S. 1988-1989, chap. S-42.2.

Loi du Québec — Loi sur les valeurs mobilières (Québec), L.R.Q., chap. V-1.1.

Loi sur l'ACFT — Loi sur l'Agence de la consommation en matière financière du Canada, L.C. 2001, chap. 9.

Loi sur les assurances — Loi sur les assurances, L.R.O. 1990, chap. I-8.

Loi sur les banques — Loi sur les banques, L.C. 1990, chap. 46.

Loi — Loi sur les valeurs mobilières (Ontario), L.R.O., 1990, chap. S-5.

LSAO — Loi sur les sociétés par actions de l'Ontario, L.R.O. 1990, chap. B-16.

LSUC — Barreau du Haut-Canada.

Modifications de 1994 — Loi de 1994 modifiant la Loi sur les valeurs mobilières, L.O., chap. 11, autorisant la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario à établir des règles ayant force obligatoire.

Modifications de 2002 — Loi de 2002 sur le respect de l'engagement d'assurer une économie saine (mesures budgétaires) (anciennement le Projet de loi 198).

Modifications proposées relativement à la responsabilité civile — projet de modification des ACVM proposant un régime statutaire de responsabilité civile publié dans l'avis no 53-302 des ACVM – « Proposal for a Statutory Civil Remedy for Investors in the Secondary Market and Response to the Proposed Change to the Definitions of « Material Fact » and « Material Change » (2000), 23 OSCB 7383.

NASD — National Association of Securities Dealers.

NASDAQ — National Association of Securities Dealers Automated Quotation System.

NCI — normes comptables internationales promulguées par le CINC.

NYSE — Bourse de New-York.

OAR — organisme d'autoréglementation.

OBC — ombudsman bancaire canadien.

OICVM — Organisation internationale des commissions des valeurs mobilières.

PCGR — principes comptables généralement reconnus.

PDG — président-directeur général.

Projet de reformulation — processus enclenché en 1994 par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario pour revoir l'ensemble de ses déclarations de principes, de ses avis, de ses décisions et de ses décrets généraux et les reformuler sous forme de règles, de politiques ou d'avis à l'intention du personnel ou les éliminer.

Propositions de 1990 — ensemble de propositions intitulé Proposals for Amendments to the Securities Act (Ontario) in the Areas of Investigations, Enforcement and Remedies (1990), 13 OSCB 405.

QTRS — système de cotation et de déclaration des opérations.

Rapport Allen — rapport publié en mars 1997 par le Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Disclosure intitulé Responsible Corporate Disclosure, A Search for Balance.

Rapport Daniels — rapport du Groupe de travail sur la réglementation des valeurs mobilières de l'Ontario intitulé Responsability and Responsiveness – Final Report of the Ontario Task Force on Securities Regulation (1994), 17 OSCB 3208.

Rapport de gestion — discussion descriptive et analyse de la direction.

Rapport Dey — rapport publié en 1994 par le Comité Dey intitulé Where were the Directors? Guidelines for Improved Corporate Governance.

Rapport Kimber — rapport du comité du procureur général sur les mesures législatives relatives aux valeurs mobilières en Ontario, Ontario, Imprimeur de la Reine, 1965.

Rapport Saucier — rapport final du Comité mixte sur la gouvernance d'entreprise intitulé « Au-delà de la conformité, la gouvernance » et publié en novembre 2001.

Rapport Wallman — rapport de l'Advisory Committee on the Capital Formation and Regulatory Processes publié le 24 juillet 1996.

RCT — Réseau canadien de transaction.

RS Inc. — Market Regulation Services Inc.

SDI — système de divulgation intégré.

SEC — Securities and Exchange Commission (Commission des valeurs mobilières) des États-Unis.

SEDAR — Système électronique de données, d'analyse et de recherche.

SEDI — système central de données électroniques sur les initiés.

SMI — système multijuridictionnel d'information.

TSE — Bourse de Toronto (maintenant connue sous l'acronyme « TSX »).

TSX — Bourse de Toronto (anciennement connue sous l'acronyme « TSE »).

ANNEXE B

LISTE DES OBSERVATEURS DU RAPPORT PRÉLIMINAIRE

1. Robert E. Lamoureux, PricewaterhouseCoopers
2. Michael Mackenzie
3. Power Corporation du Canada
4. Ontario Association of Unlisted Reporting Issuers (OAURI)
5. Patricia Cosgrove
6. Certified General Accountants of Ontario (CGA Ontario)
7. Resolution Capital Inc.
8. FundSERV Inc.
9. Independent Financial Brokers of Canada (IFBC/CISFC)
10. Association for Investment Management and Research (AIMR)
11. Nouveau parti démocratique de l'Ontario
12. Small Investor Protection Association (SIPA)
13. Association canadienne des conseillers en assurance et en finance (ACCAF)
14. Fasken Martineau DuMoulin s.r.l.
15. Robert Kyle
16. Institut des fonds d'investissement du Canada (IFIC)
17. Lawrence P. Schwartz
18. Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario
19. Institut canadien de relations avec les investisseurs (ICRI)
20. Institut Canadien des Comptables Agréés (ICCA)
21. Ken Kivenko
22. PricewaterhouseCoopers s.r.l.
23. Nicholas LePan
24. Association des conseillers en gestion de portefeuille du Canada
25. Ogilvy Renault
26. Simon Romano (Stikeman Elliott)
27. BMO Nesbitt Burns

28. Association des banquiers canadiens (ABC)
29. Bureau du surintendant des institutions financières Canada
30. Certified General Accountants Association of Canada (CGA)
31. Commission des valeurs mobilières de la Nouvelle-Écosse
32. Banque Royale du Canada
33. Bourse de croissance TSX
34. Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM)
35. Gowling Lafleur Henderson s.r.l. (Gowlings)
36. Sous-comité sur les lois sur les valeurs mobilières de l'ABCO
37. Bourse de Toronto
38. Davies Ward Phillips & Vineberg s.r.l.
39. Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique
40. Torys s.r.l.
41. Ministre de la Concurrence, des Sciences et des Entreprises de la Colombie-Britannique
42. Association canadienne des marchés des capitaux
43. Lettre conjointe de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, de l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels et de RS Inc.

En outre, deux lettres d'observations ont été déposées sous pli confidentiel.

ANNEXE C

LISTE DES QUESTIONS DE FOND

Étude de cinq ans des lois régissant les valeurs mobilières de l'Ontario – Demande de commentaires du Comité consultatif de l'examen de la législation sur les valeurs mobilières

INTRODUCTION

La *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario) (la « Loi ») prévoit que, tous les cinq ans, le ministre des Finances constitue un comité consultatif qu'il charge d'examiner les lois, les règlements et les règles se rapportant aux questions du ressort de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (« CVMO » ou la « Commission ») et les besoins législatifs de cette dernière. Le ministre des Finances, Ernie Eves, a constitué le premier comité de ce genre (le « Comité consultatif de l'examen de la législation sur les valeurs mobilières » ou le « Comité ») pour procéder à cet examen. Le ministre Eves a ordonné au Comité, dans le cadre de son mandat, de veiller à ce que les lois sur les valeurs mobilières soient à jour et permettent à la Commission d'appliquer de façon proactive des normes claires visant à protéger les investisseurs et à favoriser l'équité et l'efficacité des marchés. On trouvera à l'annexe 1 de la présente demande de commentaires le texte intégral du communiqué du ministre des Finances Eves annonçant la création du Comité.

Le Comité est présidé par Purdy Crawford, c.r., avocat chez Osler, Hoskin & Harcourt s.l.r. Les autres membres du Comité sont Carol Hansell, associée chez Davies, Ward & Beck, William Riedl, président et chef de la direction de Fairvest Securities Corporation, Helen Sinclair, chef de la direction de BankWorks Trading Inc., David Wilson, coprésident du conseil et codirecteur général de Scotia Capital, et Susan Wolburgh Jenah, avocate générale de la Commission. Le Comité a retenu les services d'Anita Anand, professeure adjointe à la faculté de droit de l'Université Queen's, et de Janet Salter, avocate chez Osler, Hoskin & Harcourt s.l.r., pour aider le Comité à procéder à son examen. Les membres pourront compter sur le soutien de Rossana Di Lieto, avocate à la Commission.

DEMANDE DE COMMENTAIRES

Le Comité recueille les commentaires et les observations des divers intervenants du marché relativement à son examen des lois, des règlements et des règles se rapportant aux questions du ressort de la Commission. Pour susciter les commentaires, le Comité a préparé, à titre indicatif, un ensemble de questions (la « Liste des questions de fond ») qu'il se propose d'examiner. La Liste des questions de fond, qui a été publiée dans le bulletin de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario du 28 avril 2000, peut être consultée sur le site Web de la Commission à l'adresse : www.osc.gov.on.ca.

La Liste des questions de fond vise uniquement à alimenter la discussion. Les observateurs sont invités à soulever d'autres questions qui, selon eux, se rapportent à celles que doit examiner le Comité. Ce dernier admet que certaines questions peuvent faire actuellement l'objet d'un examen de la part des organismes de réglementation ou autres entités, mais encourage tout de même les participants à se prononcer sur ces questions.

La Liste des questions de fond peut, en soi, donner l'impression que le Comité cherche à recommander un régime de réglementation beaucoup plus complexe et complet que celui qui existe actuellement. Telle n'est pas l'intention du Comité. Il croit qu'il est essentiel de trouver des raisons impérieuses d'ordre public justifiant la réglementation et que, lorsque celle-ci s'impose, il est, dans de nombreux cas, souhaitable de mettre en place un régime d'autoréglementation.

RAPPORT PRÉLIMINAIRE

Le Comité a l'intention de préparer un rapport donnant les grandes lignes des résultats de son processus de consultation et de ses recommandations. Ce rapport se fondera en partie sur les questions comprises dans la Liste des questions de fond, quoique le Comité ne soit pas tenu d'en traiter la totalité et pourrait se pencher sur d'autres questions soulevées par les observateurs. Le Comité publiera d'abord un rapport préliminaire aux fins de commentaires.

COMMENTAIRES

Les intéressés sont invités à présenter des observations écrites à l'égard des questions de la Liste ou de toute autre question qu'ils aimeraient soulever. Le Comité examinera toutes les observations reçues d'ici le 9 juin 2000. Les lignes directrices qui suivent donnent des renseignements généraux sur la présentation des observations devant le Comité et sur les modalités selon lesquelles le Comité traitera les observations.

Présentation des observations

Les observations doivent être envoyées en deux exemplaires à l'adresse suivante :

Purdy Crawford
Osler, Hoskin & Harcourt s.l.r.
Barristers & Solicitors
C.P. 50, 1 First Canadian Place
Toronto (Ontario) M5X 1B8

Il faut également fournir une disquette contenant les observations.

Toutes les observations doivent indiquer le nom d'une personne-ressource et ses coordonnées (adresse de retour, numéros de téléphone et de télécopieur, adresse électronique). Cette personne

devra être en mesure de répondre aux demandes de renseignements du Comité relativement aux observations.

Les lettres transmises en réponse à la demande de commentaires seront versées au dossier public et en feront partie, à moins de demande de traitement confidentiel. Étant donné que le Comité désire s'acquitter de ses responsabilités de manière transparente et accessible, les demandes de confidentialité ne sont pas recommandées et doivent se limiter aux renseignements très confidentiels dont la divulgation pourrait être préjudiciable. Les personnes qui soumettent des observations doivent être conscientes du fait que la presse et les membres du public peuvent avoir accès à ces observations, que le Comité les verse ou non au dossier public.

Processus de consultation

Le Comité n'a pas l'intention de tenir d'audiences publiques officielles au sujet de la Liste des questions de fond. Les membres du Comité ou son personnel peuvent avoir des rencontres avec les personnes ou les entités concernées pour discuter plus en détail de certaines questions ou demander d'autres renseignements.

Le 28 avril 2000

Liste des questions de fond du comité consultatif de l'examen de la législation sur les valeurs mobilières

Les observateurs sont invités à consulter la section Observations et questions supplémentaires (les « observations ») jointe à la Liste des questions de fond qui renferme des renseignements de base et des détails sur certaines questions soulignées ci-dessous.

I. Principes à la base de la réglementation des valeurs mobilières
Principes fondamentaux
Le système fermé

II. Objectif et portée des mesures législatives
Généralités
Réglementation des courtiers attitrés
Organismes d'autoréglementation et autres intermédiaires du marché
Système de détention à plusieurs niveaux
Exigences d'information continue
Fonds mutuels
Communications avec et entre les actionnaires et offres publiques d'achat
Application

III. Incidence de l'harmonisation de la réglementation et des tendances vers la mondialisation

IV. Impact de la technologie

V. Mandat et rôle de la Commission

I. PRINCIPES À LA BASE DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES

Principes fondamentaux

1. Le régime législatif actuel permet-il d'équilibrer efficacement les objectifs visant à la fois la protection des investisseurs et la promotion de l'efficacité des marchés financiers?

2. La réglementation en matière de valeurs mobilières pourrait reposer sur une loi qui énonce les principes généraux et les normes de comportement des marchés, ainsi que les pouvoirs permettant de sévir en cas d'infraction. Dans ce modèle, toute règle pouvant s'avérer nécessaire serait adoptée en vertu de pouvoirs délégués. Ce modèle serait souple quant à sa capacité de s'adapter à l'évolution du marché et des tendances. Un tel modèle est-il souhaitable? Dans pareil cas, quels principes généraux et quelles normes de comportements des marchés devrait-on inclure dans la Loi?

3. La Loi[1] tient-elle compte de façon adéquate de l'évolution des marchés qui s'éloignent de l'exécution des opérations au profit de la gestion des actifs et des services conseils? Ces activités devraient-elles être réglementées différemment de ce qui est présentement le cas?

Le système fermé

4. Existe-t-il une approche plus simple qui pourrait remplacer le système fermé tout en continuant d'assurer la protection des investisseurs, de promouvoir l'équité des marchés et de maintenir un juste équilibre entre les émissions publiques et les placements privés?

5. Quelles dispenses relatives aux prospectus ou aux conditions d'inscription devraient être ajoutées à la Loi ou en être supprimées?

6. Les opérations sur valeurs mobilières sont souvent structurées de façon artificielle afin d'éviter les périodes de détention prévues dans la Loi qui sont le résultat du système fermé. Devrait-on adopter une autre approche permettant d'empêcher les personnes averties de pouvoir structurer les opérations de façon à éviter les restrictions relatives aux blocs de contrôle?

7. Les restrictions de transfert applicables à la revente des certificats de valeurs mobilières sont un concept incompatible avec la détention de valeurs inscrites en compte. Compte tenu de cette réalité et du fait que les valeurs mobilières sont fongibles, les restrictions de transfert sur les certificats peuvent ne pas être transparentes ni effectives. Dans l'hypothèse où le système fermé est toujours en vigueur, quelles sont les solutions de rechange?

II. OBJECTIF ET PORTÉE DES MESURES LÉGISLATIVES

Généralités

8. La réglementation des services financiers au Canada est structurée selon la nature de l'institution (banque, compagnie d'assurance, courtier) qui fournit le service plutôt que selon le service comme tel. Cela a suscité un nombre croissant de circonstances dans lesquelles des activités ou produits similaires sont réglementés différemment, selon la nature du conglomérat financier qui offre le produit ou le service.

    a. La réglementation des valeurs mobilières devrait-elle être modifiée de façon à tenir compte de l'évolution de la structure des marchés financiers? Par exemple, les dispenses actuelles relatives à la réglementation des valeurs mobilières fondées sur l'émetteur sont-elles toujours pertinentes?

---

1 *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.O. 1990, chap. S-5.

b. La législation devrait-elle prévoir certaines exigences formelles visant à faciliter la coordination entre les différents organismes de réglementation des services financiers?

9. Les organismes de réglementation des services financiers, notamment les organismes d'autoréglementation (« OAR »), devraient-ils être habilités à traiter les plaintes des consommateurs par l'entremise d'un ombudsman ou d'un service d'arbitrage? Dans l'affirmative, quel type de processus de règlement des plaintes serait souhaitable en Ontario?

10. La Loi devrait-elle être intégrée à la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises*[2] et devrait-on accorder explicitement à la Commission une compétence sur les produits dérivés?

Réglementation des courtiers attitrés

11. La législation en matière de valeurs mobilières exige actuellement qu'un courtier soit inscrit « pour effectuer des opérations sur valeurs mobilières pour son compte ou en qualité de mandataire[3] ». Plutôt que de chercher à savoir si un courtier effectue ou non des opérations, l'exigence quant à l'« inscription » devrait-elle se fonder sur le fait que le courtier se livre à des opérations d'achat et de vente ou à des activités de consultation concernant les valeurs mobilières ou se présente comme tel?

12. De nos jours, les investisseurs sont en grande partie redevables à Internet et aux développements technologiques connexes pour accéder directement aux marchés.

a. Quel est le rôle d'un « intermédiaire » dans le contexte de la désintermédiation des marchés? Existe-t-il, par exemple, des activités ou des opérations qui devraient être dispensées du besoin d'avoir recours à un intermédiaire réglementé? Dans l'affirmative, quelles sont-elles?

b. Dans quelle mesure les obligations traditionnelles auxquelles sont soumises les personnes inscrites, telles que l'évaluation du caractère adéquat des placements et la règle de la connaissance du client, doivent-elles être réexaminées dans le cadre de la désintermédiation et du courtage électronique? Dans ce contexte, doit-on établir des distinctions entre les personnes inscrites qui ont une obligation fiduciaire envers leurs clients et celles qui n'en ont pas?

13. Le concept de l'inscription universelle devrait-il être éliminé? Sinon, comment les multiples catégories d'inscription actuelles peuvent-elles être simplifiées et rationalisées?

---

2 L.R.O. 1990, chap. C-20.

3 Paragraphe 1 (1), définition de « courtier », et paragraphe 25 (1).

Organismes d'autoréglementation et autres intermédiaires du marché

14. La Loi reconnaît l'importance du rôle des organismes d'autoréglementation reconnus et prévoit que, sous réserve d'un système de surveillance adéquat, la Commission devrait faire appel aux services de ces organismes. Eu égard au rôle essentiel des organismes d'autoréglementation :

    a. Les lois devraient-elles donner plus explicitement aux organismes d'autoréglementation le pouvoir de faire observer leurs propres règles et veiller à ce qu'ils aient les outils nécessaires pour ce faire?

    b. Les organismes d'autoréglementation reconnus devraient-ils avoir le pouvoir et l'obligation de faire observer non seulement leurs propres règles, mais également la loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario?

    c. La loi sur les valeurs mobilières devrait-elle permettre ou interdire à un organisme d'autoréglementation d'agir à titre d'association professionnelle?

15. Aucune personne ou société ne peut actuellement exercer les activités d'une bourse en Ontario sans que la Commission ne l'ait reconnue[4]. Les autres organismes d'autoréglementation, les agences de compensation et les systèmes de cotation et de déclaration des opérations devraient-ils être tenus d'obtenir leur agrément auprès de la Commission?

16. La Loi devrait-elle décrire de manière plus détaillée la fonction réglementaire de surveillance des organismes d'autoréglementation et prévoir les outils nécessaires pour veiller à ce que cette surveillance soit maintenue de façon efficace?

17. La prestation de services de garde devrait-elle être une activité enregistrable ou être soumise à des exigences expresses en vertu de la Loi?

Système de détention à plusieurs niveaux

18. La loi canadienne régissant les transferts et les opérations de cession garanties de titres de placement se fonde sur les concepts de possession et de délivrance de certificats de valeur mobilières pour effectuer un transfert ou compléter un nantissement. L'utilisation de ces concepts nous ramène à une époque où la délivrance effective de certificats de valeurs mobilières était le moyen usuel utilisé pour conclure des opérations et compléter des nantissements. Toutefois, les concepts de possession et de délivrance effectives ou réputées cadrent moins bien avec le système moderne de détention indirecte maintenant en vigueur au Canada. Comment l'Ontario et les autres provinces canadiennes

---

[4] Paragraphe 21 (1).

peuvent-elles moderniser les lois qui régissent la détention, le transfert et le nantissement de titres détenus de façon indirecte? Jusqu'à quel point devrait-on s'inspirer de l'article 8 du Uniform Commercial Code (l'« article 8 modifié ») des États-Unis[5]?

Exigences d'information continue

Généralités

19. Par suite de l'importance croissante des marchés secondaires, la Commission a pris des mesures dans un certain nombre de secteurs. Voir à ce sujet la section sur les observations.

    a. La structure actuelle de la Loi permet-elle de s'adapter adéquatement à l'importance grandissante du marché secondaire? Par exemple, un système valable de surveillance de l'information continue exige l'utilisation d'outils réglementaires efficaces pour prévenir les pratiques de divulgation fallacieuses ou inappropriées afin d'inciter les émetteurs à respecter la loi. D'autres pouvoirs ou mesures réparatrices sont-ils nécessaires pour faciliter le rôle élargi de la Commission en matière de surveillance de l'information continue?

    b. Certains changements devraient-ils être apportés à la Loi de façon à améliorer le contenu et la qualité de l'information continue et les délais à respecter?

    c. La Loi devrait-elle prévoir la responsabilité civile des personnes coupables de la présentation inexacte des faits dans les documents d'information continue?

Changements et faits importants

20. La législation sur les valeurs mobilières est actuellement axée sur les « faits importants » et les « changements importants » pour différentes raisons, telles que la publication de prospectus, les exigences d'information continue et les règles concernant les opérations d'initiés et les sollicitations de procurations.

    a. La norme actuelle relative aux changements et faits importants visant à faire valoir les obligations d'information continue est-elle appropriée?

    b. Serait-il plus approprié de se concentrer sur l'« information importante » peu importe si, en principe, les affaires de l'émetteur ont subi ou non des « changements »?

---

5 Voir le commentaire n° 18 ci-dessous.

c. La loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario devrait-elle exiger la divulgation d'événements précis plutôt qu'essayer de préciser si l'information présente une certaine importance?

Communication de l'information financière

21. La Loi exige que les états financiers des émetteurs assujettis soient préparés conformément aux principes comptables généralement reconnus (PCGR) et qu'ils soient vérifiés et examinés conformément aux normes de vérification généralement reconnues (NVGR)[6]. La Loi permet également à la Commission d'établir des règles particulières relatives aux principes comptables et aux normes de vérification à appliquer aux états financiers et aux rapports des vérificateurs déposés auprès de la Commission[7]. Jusqu'à présent, la Commission a choisi de ne se prévaloir de ce pouvoir d'aucune façon qui dérogerait aux normes établies dans le manuel de l'I.C.C.A.

a. Les états financiers traditionnels préparés conformément aux PCGR/NVGR répondent-ils toujours aux besoins des marchés actuels? Par exemple, les principes comptables actuels qui s'appliquent aux options de rémunération devraient-ils être revus pour veiller à ce que le traitement comptable des options soit conforme aux normes de gouvernement d'entreprise?

b. Quelles réformes devraient être adoptées pour faciliter l'application de normes comptables internationales uniformes?

Divulgation sélective

22. La « divulgation sélective » devrait-elle faire l'objet d'un règlement? Dans l'affirmative, quel type de règlement serait adéquat? La méthode choisie par la Securities and Exchange Commission des États-Unis (la « SEC ») devrait-elle être adoptée?

23. Dans quelle mesure les inquiétudes relatives à la divulgation sélective influent-elles sur les points de vue traditionnels concernant ce qui se passe sur le terrain?

Fonds mutuels

24. Dans le cadre de la Loi, des réformes s'avèrent-t-elles nécessaires pour assurer une meilleure gestion des fonds? Devrait-on exiger la création d'un conseil d'administration indépendant? Dans l'affirmative, quelles responsabilités devrait-on lui attribuer? Quels devraient être les pouvoirs du conseil d'administration en cas de désaccord avec la direction?

---

6 *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.O. 1990, Règlement 1015, article 2.

7 Alinéa 143 (1) 25.

25. Les gestionnaires de fonds devraient-ils faire l'objet d'une réglementation ou être tenus de s'inscrire?

26. Dans le cadre d'une proposition visant à enchâsser dans les lois des exigences relatives à la responsabilité civile concernant les déclarations trompeuses dans les documents d'information continue, les ACVM ont proposé de modifier la définition de « changements importants » lorsqu'elle est utilisée en rapport avec les fonds mutuels pour qu'elle s'aligne sur la définition de « changements significatifs » de la Norme canadienne 81-102 sur les fonds mutuels[8].

    Devrait-on tenir compte de cette norme révisée sur les fonds mutuels dans la Loi?

27. Depuis 1997, les ACVM collaborent avec l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières et l'Institut des fonds d'investissement du Canada afin de faciliter la constitution, au Canada, d'un organisme d'autoréglementation pour les distributeurs de fonds mutuels. Du reste, en mai 1988, les ACVM ont promulgué des règles régissant les pratiques de vente de fonds mutuels. Plus récemment, les ACVM ont publié une déclaration de principes qui établit les méthodes acceptables dont les maisons de courtage en valeurs mobilières devraient s'inspirer pour mettre sur pied de nouvelles structures de distribution des valeurs mobilières au public investisseur. Des réformes supplémentaires sont-elles nécessaires ou souhaitables dans le domaine de la distribution des fonds d'investissement?

Communications avec et entre les actionnaires et offres publiques d'achat

28. Des modifications proposées à la Loi canadienne sur les sociétés par actions[9] ont été déposées. Ces modifications visent à encourager et à faciliter les communications avec et entre les actionnaires. La SEC a également modifié ses règles relatives aux procurations dans le but d'encourager l'établissement de communications plus ouvertes entre les

---

8 Dans l'avant-projet de loi, dans le contexte des affaires d'un émetteur qui est un fonds d'investissements, « changement important » s'entend :
   i) d'un changement dans l'activité, le fonctionnement ou les affaires de l'émetteur qui serait considéré comme important par un investisseur raisonnable au moment de décider s'il doit acquérir les titres de l'émetteur ou s'il doit conserver les titres de l'émetteur;
   ii) de la décision de mettre en œuvre un changement visé en i);
      a) prise par la haute direction de l'émetteur, qui croit probable la confirmation de la décision par le conseil d'administration de l'émetteur ou par d'autres personnes agissant à ce titre;
      b) prise par la haute direction du gestionnaire du fonds d'investissement qui croit probable la confirmation de la décision par son propre conseil d'administration ou par d'autres personnes agissant à ce titre.

9 L.R.C. 1985, chap. C-44.

actionnaires[10]. Des réformes additionnelles seraient-elles nécessaires ou souhaitables dans le cadre de la Loi ou de la Loi sur les sociétés par actions (Ontario)?[11]

29. Dernièrement, le comité de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (le « Comité Zimmerman »), mis sur pied dans le but d'examiner les délais relatifs aux offres publiques d'achat, a publié un rapport qui recommandait un certain nombre de changements à la réglementation de ces offres. Nombre de provinces, notamment l'Ontario, ont maintenant adopté des lois qui, sous réserve de leur proclamation, donneront effet aux recommandations du Comité Zimmerman[12].

    a. D'autres réformes supplémentaires sont-elles nécessaires ou souhaitables dans le domaine de la réglementation des offres publiques d'achat ou des offres de rachat?

    b. La législation actuelle couvre-t-elle adéquatement les opérations qui devraient être assujetties à la réglementation concernant les offres publiques d'achat?

Application

30. Les dispositions actuelles relatives à la détection des infractions et à la divulgation concernant les opérations d'initiés sont-elles adéquates? La Commission a-t-elle besoin de pouvoirs accrus en matière d'application pour régir les opérations d'initiés?

31. Les lois en matière de valeurs mobilières de nombreuses compétences interdisent les pratiques frauduleuses et les manipulations du marché, les autorités régulatrices ayant le pouvoir de sévir dans le cas de ces infractions. Ces infractions devraient-elles être incluses expressément dans la Loi?

III. INCIDENCE DE L'HARMONISATION DE LA RÉGLEMENTATION ET DES TENDANCES VERS LA MONDIALISATION

32. Bien que les lois en matière de valeurs mobilières soient toujours administrées au niveau provincial, on assiste de plus en plus à une tendance à la coopération interprovinciale et à l'harmonisation de l'administration des règlements régissant les valeurs mobilières dans l'ensemble du Canada.

---

10 SEC, *Regulation of Communications Among Shareholders*, 17 CFR , parties 240 et 249, communiqué n° 34-31326170 et *Regulation of Takeovers and Security Holder Communications*, 17 CFR, parties 200, 229, 230, 232, 239 et 240, communiqués n[os] 33-7760 et 34-420055.

11 L.R.O. 1990, chap. B-16.

12 En Ontario, les modifications proposées par le Comité Zimmerman ont été incluses dans la *Loi de 1999 réduisant de nouveau les impôts pour stimuler l'emploi, la croissance et la prospérité*, qui a reçu la sanction royale le 14 décembre 1999.

a. Est-ce que le régime d'examen concerté constitue un moyen efficace d'assurer la coopération et l'harmonisation interprovinciales?

b. Existe-t-il d'autres secteurs de la réglementation des valeurs mobilières qui tireraient avantage d'une structure plus « uniforme » de réglementation entre les différents organismes provinciaux?

c. La Loi devrait-elle reconnaître explicitement la capacité de la Commission, lorsque les circonstances l'exigent, de déléguer des fonctions à d'autres organismes de réglementation au Canada ou ailleurs?

33. Les marchés financiers ont de plus en plus un caractère international, mais la réglementation n'a qu'une portée nationale. La nature transnationale du commerce mondial a écarté les opérations sur valeurs mobilières de la juridiction pleine et entière de la réglementation nationale. Comme le mentionne la section sur les observations, cette question a dernièrement attiré l'attention de la Communauté européenne. Comment peut-on s'assurer qu'une réglementation adéquate au niveau national n'entrave pas la compétitivité mondiale des émetteurs et des investisseurs?

IV. IMPACT DE LA TECHNOLOGIE

34. La Loi s'attache aux « documents papier » et ne tient pas compte de l'émergence d'Internet et du cyber-commerce. Des modifications à la Loi sont-elles nécessaires en prévision des développements technologiques eu égard, par exemple, aux exigences d'information continue, aux déclarations relatives aux opérations d'initiés, aux offres sur prospectus ou autres[13]?

35. Est-ce qu'une nouvelle réglementation devrait prévoir l'utilisation d'Internet comme moyen pour les émetteurs de communiquer avec leurs actionnaires? Par exemple, la réglementation devrait-elle permettre aux actionnaires de voter en ligne et, dans un même ordre d'idées, de recevoir sur demande par voie électronique les communiqués de presse et les documents déposés auprès des autorités ou d'y accéder à partir d'un site Web central?

36. Grâce à Internet, les émetteurs peuvent vendre directement au public des actions sans la participation d'un placeur. Les régimes d'achat direct permettent aux personnes de cotiser, au moyen d'un débit mensuel sur leur compte bancaire, en vue de l'achat d'actions d'un émetteur. Aux États-Unis, Home Depot a actuellement adopté cette pratique. On peut trouver en ligne un prospectus simplifié en termes clairs qui renferme, par référence, les rapports financiers annuels et trimestriels. Si les émetteurs canadiens

---

[13] Voir l'Instruction canadienne 47-201, « *Les opérations sur titres à l'aide d'Internet et d'autres moyens électroniques* », (1999) 22 OSCB 8170.

commencent à obtenir une partie de leur financement de cette façon, la Loi et les règlements devraient-ils être modifiés pour tenir compte de ce type d'offre?

37. Le modèle actuel de communication entre et avec les actionnaires prévu par la Loi oblige un émetteur à communiquer aux détenteurs de titres certains renseignements particuliers sur la société. À la lumière des possibilités de communication qu'offre Internet et de la disponibilité de l'information grâce au Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR), le modèle de communication en vigueur est-il toujours adéquat? Par exemple, les organismes de réglementation des valeurs mobilières devraient-ils aller au-delà de l'Instruction canadienne 11-201, La transmission de documents par voie électronique[14], et transférer la responsabilité de demande d'information aux actionnaires, à défaut de quoi on jugera qu'ils ont demandé que pareille information ne leur soit pas transmise?

38. À l'ère d'Internet, la détermination des limites de compétence soulève d'importantes questions eu égard à l'étendue des compétences de la Commission. Des modifications doivent-elles être apportées à la Loi pour répondre aux questions d'extraterritorialité qui surgissent dans le contexte de la divulgation, des offres et des opérations effectuées sur Internet?

V. MANDAT ET RÔLE DE LA COMMISSION

39. La Commission jouit d'un pouvoir d'établir des règles depuis environ cinq ans.

    a. Le processus d'établissement des règles s'avère-t-il un moyen efficace de réglementation?

    b. À la lumière des récentes expériences, des modifications devraient-elles être apportées au processus d'établissement des règles? Par exemple, la Commission devrait-elle pouvoir user de souplesse et de son pouvoir discrétionnaire lorsque de nouvelles publications sont justifiées?

40. Les pouvoirs d'exécution dont dispose actuellement la Commission sont-ils appropriés[15]? Devrait-elle disposer de pouvoirs supplémentaires à ce chapitre?

41. Le mandat de la Commission, tel qu'il est décrit dans la Loi, répond-il aux besoins du marché actuel[16]? Devrait-il reconnaître l'importance d'assurer la place de l'Ontario sur les marchés des valeurs mobilières compétitifs mondiaux?

---

14 (1999) 22 OSCB 8156. La teneur et l'objet de l'Instruction canadienne 11-201 consistent à faire état de l'opinion des ACVM sur la façon dont les exigences relatives à la transmission de documents imposées par les lois en matière de valeurs mobilières peuvent être satisfaites par voie électronique.

15 Paragraphe 127(1) et article 127.1.

16 Article 1.1.

42. La Loi énonce les « principes » dont doit tenir compte la Commission dans la réalisation des objets de la Loi[17]. Sur les marchés actuels, ces principes sont-ils adéquats, pertinents et suffisants pour permettre à la Commission de s'acquitter de ses responsabilités?

Observations et questions supplémentaires

La présente section présente des explications, des exemples et des questions supplémentaires relatives aux points soulevés dans la Liste des questions de fond. La numérotation des points de cette section correspond à celle de la Liste des questions de fond.

I. PRINCIPES À LA BASE DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES

Principes fondamentaux

3. De par sa structure, la Loi vise à réglementer les « opérations » et les « placements ». Or, les revenus proviennent de plus en plus non seulement des services d'exécution d'opérations, mais également des services de consultation, de dissociation (c.-à-d. conseils, exécution, compensation et règlement) et d'administration des actifs sous gestion.

Le système fermé

4. Le système fermé régit les placements dispensés conformément à la Loi. Lancé en 1979, il devait en partie remplacer le concept de « souscriptions publiques ». Bien que ce système offre plus de certitudes dans le domaine des placements dispensés, il rend également le régime de réglementation plus complexe et moins souple. Un certain nombre de règlements et de règles ont été adoptés pour combler les lacunes inévitables ainsi que l'impact exagéré du régime. En outre, la Commission a dû faire face à une prolifération de demandes de dispenses spéciales à l'égard de ces exigences.

5. Plusieurs recommandations et propositions ont été faites dans le but de faciliter le processus de mobilisation de fonds. Par exemple, le rapport final du Groupe de travail sur le financement des petites entreprises recommandait une refonte des dispenses actuelles relatives à l'inscription et aux prospectus[18]. Plus récemment, le personnel de la Commission recommandait l'adoption de nouvelles catégories de dispense en remplacement des catégories en vigueur – voir Revamping the Regulation of the Exempt Market – A Concept Paper prepared by Staff of the Ontario Securities Commission[19].

---

[17] Article 2.1.

[18] (1996), 19 OSCB 5753.

[19] (1999), 22 OSCB 2829.

II. OBJECTIF ET PORTÉE DES MESURES LÉGISLATIVES

8. Les dispenses prévues dans la Loi visant des catégories particulières de valeurs mobilières dont peuvent se prévaloir différentes institutions financières illustrent bien l'évolution de la structure des marchés financiers. L'élimination des « quatre piliers » a toutefois permis aux émetteurs qui offraient des produits sensiblement similaires d'être réglementés différemment selon l'organisme de réglementation particulier auquel ils sont assujettis.

9. Par exemple, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (l'« ACCOVAM » a dernièrement lancé un processus d'arbitrage dans le cas de litiges qui ne peuvent être réglés par les voies administratives normales chez le courtier. Ce processus a été élaboré pour les clients résidant en Ontario de sociétés membres de l'ACCOVAM dûment inscrites pour se livrer à ce commerce en Ontario. Les événements en question doivent s'être produits après le 30 juin 1998 et la somme réclamée doit être supérieure à 6 000 $ sans toutefois dépasser 100 000 $, exclusion faite des coûts. Si l'investisseur décide de régler un différend en recourant à ce processus, le courtier en valeurs mobilières est tenu de participer à l'arbitrage.

Les secteurs des banques et de l'assurance sur la vie offrent également aux consommateurs des mécanismes de réparation. Depuis 1996, l'ombudsman bancaire canadien aide à régler les plaintes de petites entreprises concernant les services bancaires. Son mandat a été élargi en 1997 pour inclure les plaintes personnelles relatives aux banques. En 1998, l'Association canadienne des compagnies d'assurances de personnes a créé un service de conciliation visant à offrir aux clients qui ont déposé une plainte contre une société d'assurance sur la vie des services officieux de conciliation. Encore plus récemment, le rapport du Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadiens (publié le 15 septembre 1998) recommandait que le gouvernement fédéral crée le poste d'ombudsman du secteur financier auquel pourraient avoir recours les clients de toutes les institutions financières.

Enfin, dans le cadre des réformes réglementaires en cours au Royaume-Uni (« R.-U. »), la Financial Services Authority (« FSA ») est tenue d'établir un mécanisme obligatoire unique de conciliation pour résoudre rapidement et officieusement les différends entre les membres du public et les sociétés qui ont reçu l'agrément de la FSA[20]. Les services de

---

[20] La FSA a été créée en octobre 1997 pour remplacer le *Securities and Investments Board*. Elle absorbera tôt ou tard neuf organismes de réglementation de première ligne (notamment la *Securities and Futures Authority*, l'*Insurance Directorate* du *Department of Trade and Industry* et la *Personal Investment Authority*) et jouira d'un pouvoir absolu sur tous les services financiers au R.-U. La loi pertinente est le *Financial Services and Markets Bill* qui devrait recevoir la sanction royale plus tard cette année. En attente de la sanction royale, la FSA est en activité en vertu d'arrangements provisoires conclus avec les organismes de réglementation existants. Depuis juin 1998, la FSA est également responsable de la supervision des banques, des marchés monétaires de gros et de la chambre de compensation des devises qui relevaient auparavant de la Banque d'Angleterre.

conciliation dans le secteur des services financiers remplaceront les huit organismes actuels de traitement des plaintes et seront administrés par une société distincte. Cette société sera indépendante de la FSA sur le plan légal et opérationnel, mais sera tenue de lui faire annuellement rapport de l'exercice de ses fonctions.

Réglementation des courtiers attitrés

11. L'inscription en vue du commerce des valeurs mobilières à titre de contrepartiste ou en qualité de mandataire ou l'inscription en vue de l'achat, de la vente ou de toute autre forme de service de consultation relatifs aux valeurs mobilières ne couvriront pas toutes les activités des participants du marché qui exercent une influence sur le processus de prise de décision concernant l'achat de valeurs mobilières. Par exemple, alors que les gestionnaires de portefeuilles doivent être inscrits à titre de conseillers en valeurs ou de gestionnaires de portefeuilles et avoir satisfait à des exigences strictes en matière de compétences et d'expérience, les analystes des marchés boursiers, dont l'opinion influe souvent sur les décisions de placement des gestionnaires de portefeuille, ne sont pas tenus d'être inscrits ni ne doivent se conformer à quelque exigence que ce soit en matière de compétences ou d'expérience.

12. En avril 2000, les ACVM ont annoncé qu'une dispense des exigences relatives à la pertinence des placements et à la connaissance du client sera accordée sur demande aux courtiers qui offrent à leurs clients des services d'exécution d'opérations seulement. Pour obtenir cette dispense, le courtier devra répondre à certaines conditions; il devra notamment être une entité ou une unité indépendante qui ne fournit aucun service de consultation ou de recommandation, ses représentants ne devront pas être rémunérés en fonction des valeurs transactionnelles et le client devra d'abord attester par écrit qu'il est conscient qu'aucun conseil ne lui sera donné et qu'aucune recommandation ne lui sera faite.

Organismes d'autoréglementation et autres intermédiaires du marché

15. La partie VIII de la Loi interdit à toute personne ou société d'exercer les activités d'une bourse en Ontario sans que la Commission l'ait reconnue. Toutefois, en ce qui concerne les organismes d'autoréglementation autres que les bourses, les agences de compensation et les systèmes de cotation et de déclaration des opérations, il n'existe aucune exigence obligatoire quant à la reconnaissance. Qui plus est, la Loi ne contient aucune disposition concernant les dépositaires officiels et les agences de cotation des titres. En revanche, aux États-Unis, ces deux entités doivent être explicitement reconnues par la Securities and Exchange Commission (la « SEC ») et sont sous sa surveillance.

17. En 1997, la garde des investissements (qui comprend des services d'administration et de protection) est devenue une activité pour laquelle il faut une autorisation au Royaume-Uni. Plus précisément, en vertu de la Financial Services Act de 1986, commet une

infraction quiconque exerce au Royaume-Uni une activité de garde des valeurs sans y être autorisé ou avoir obtenu une dispense. Le gouvernement du Royaume-Uni explique que le fait de soumettre la garde des valeurs à un régime d'autorisation se justifie, entre autres, par les risques considérables que courent les investisseurs lorsque des quantités énormes de titres confiés à des services de garde ne sont pas adéquatement contrôlées.

Le gouvernement du Royaume-Uni distingue notamment les principaux risques suivants : i) le détournement frauduleux, ii) la livraison par d'autres moyens que ceux précisés dans les directives autorisées, iii) l'utilisation inappropriée des investissements d'un client pour conclure ou garantir les obligations d'un tiers, iv) le fait de ne pas tenir de dossiers adéquats qui déterminent la propriété des placements et la situation de ces investissements, v) l'utilisation non autorisée des placements du client aux fins d'une entreprise ou l'amalgame des investissements d'un client avec ceux d'une entreprise de façon à exposer les investissements du client à des risques en cas d'insolvabilité de l'entreprise et vi) des irrégularités dans la documentation qui font en sorte que le partage des responsabilités en cas de perte entre le client, une entreprise agréée et toute tierce partie ne soit pas bien défini. En outre, avec la dématérialisation des titres, on reconnaît de plus en plus l'importance grandissante du rôle et des responsabilités des dépositaires qui ne sont pourtant pas aussi évidents dans les lois[21].

Système de détention à plusieurs niveaux

18. Les dispositions canadiennes actuelles régissant les transferts et les opérations garanties sur titres et autres produits financiers figurent dans différentes lois fédérales et provinciales sur les sociétés par actions, les lois fédérales régissant les institutions financières, telles que la Loi sur les banques, la Loi relative aux lettres de change et la Loi sur les lettres et billets de dépôt, et des lois provinciales sur les sûretés mobilières.

Dans le système de détention indirecte, notamment des titres nominatifs, le propriétaire bénéficiaire n'est pas inscrit dans les dossiers de l'émetteur. En ce qui a trait aux valeurs non inscrites, telles que les obligations au porteur, le propriétaire bénéficiaire n'a pas la possession effective d'un certificat négociable. Au lieu de cela, les valeurs sont inscrites auprès d'un dépositaire de titres ou d'une agence de compensation, tel que la Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée, ou sont en leur possession. Les dossiers de dépôt attestent que les valeurs mobilières sont détenues au nom des différents courtiers, banques ou sociétés de fiducie participants. Les dossiers de chaque participant mentionnent les valeurs détenues au nom de chaque client (habituellement les propriétaires bénéficiaires).

---

21 Securities and Investments Board. Consultative Paper 90. *Custody (*août 1995).

En 1994, l'article 8 du U.S. Uniform Commercial Code a été révisé (« article 8 révisé »). L'objet de cette révision n'était pas de modifier les pratiques de détention des valeurs mobilières, mais de fournir un fondement juridique clair et sûr pour le système de détention indirecte. La démarche retenue consistait à réformer les règles afin de décrire plus précisément le droit de propriété spécial du détenteur de valeurs mobilières sur registre auprès d'un intermédiaire. L'article 8 révisé décrit la relation entre l'intermédiaire et le détenteur en établissant un ensemble de droits et d'obligations nommé « droits de sûreté » qui est en fait une forme unique de droit de propriété et non une simple créance personnelle à l'encontre d'un intermédiaire[22].

Au début de 1998, les ACVM ont mis sur pied un groupe de travail dont le mandat consistait à élaborer un ensemble uniforme de règles canadiennes relatives à la compensation et aux crédits garantis. Ils cherchent ainsi à harmoniser les règles canadiennes avec l'article 8 révisé.

Exigences d'information continue

Généralités

19. En janvier 1999, la Commission a mis sur pied une équipe responsable de la surveillance et de l'évaluation des documents d'information continue, la Continuous Disclosure Team ou équipe CD. Celle-ci examine périodiquement les documents d'information continue déposés par tous les émetteurs assujettis en Ontario au moyen d'examens ciblés et d'autres faits au hasard.

En janvier 2000, la Commission, en collaboration avec d'autres membres des ACVM, a publié un document de conception proposant un système de divulgation intégrée en vue d'obtenir des commentaires[23]. Ce système intégrerait l'information que les émetteurs sont tenus de communiquer aux investisseurs sur les marchés primaires et secondaires. Le but visé est de faciliter l'accès des sociétés au marché tout en offrant aux investisseurs une meilleure information. Le fondement du système serait une « base d'information continue » améliorée qui fournit de l'information d'ordre public sur un émetteur et ses activités. Cette information serait comparable à celle que l'on trouve actuellement dans un prospectus.

Plus récemment, la Commission publiait, aux fins de commentaires, deux projets de règles qui mettraient à jour les exigences actuelles de déclaration trimestrielle. La règle 52-501 proposée portant sur les états financiers exige que les états intermédiaires de

---

22 Voir Eric Spink, Conférence pour l'harmonisation des lois au Canada, *Rapport du comité de production*, Système de détention à plusieurs niveaux – Projet de législation uniforme, 30 avril 1997.

23 (2000), 23 OSCB 633.

toutes les sociétés ouvertes comprennent un état des résultats et un état de l'évolution de la situation financière pour le trimestre en cours en plus de l'information cumulative annuelle actuellement requise[24]. Les sociétés seront également tenues pour la première fois de fournir un bilan intermédiaire et des notes explicatives afférentes aux états financiers intermédiaires. Le conseil d'administration d'une société et son comité de vérification seront tenus d'examiner les états financiers intermédiaires avant qu'ils soient déposés auprès de la Commission et communiqués aux actionnaires. Pour que les conseils d'administration s'acquittent de leur responsabilité de veiller à la fiabilité des états financiers intermédiaires, la politique complémentaire proposée les encourage à avoir recours à des vérificateurs externes pour procéder à un examen d'expression d'assurance négative.

La règle 51-501 proposée reformule la politique 5.10 de la CVMO et exige que la direction soumette une discussion descriptive et une analyse (rapport de gestion) de la situation financière intermédiaire avec les états financiers intermédiaires[25]. Cela permettra aux investisseurs de mieux comprendre le rendement passé et les perspectives futures de la société de façon plus opportune. La règle proposée remplacera la politique 5.10 de la CVMO et permettra à la Commission de mieux faire observer les exigences portant sur la soumission de rapports de gestion annuels et intermédiaires.

Le 29 mai 1998, la Commission, en collaboration avec d'autres membres des ACVM, a publié un projet de modifications législatives en vue d'obtenir des commentaires. Ces modifications mèneraient à l'établissement d'un régime statutaire de responsabilité civile limitée permettant aux investisseurs qui acquièrent des valeurs mobilières sur les marchés secondaires d'intenter des poursuites au civil contre les émetteurs et autres parties responsables pour fausses déclarations dans les documents d'information et autres déclarations sur un émetteur ou ses titres (la « proposition »)[26]. La proposition découle d'un examen des ACVM et s'inspire des recommandations du rapport final du comité de la Bourse de Toronto sur la communication des renseignements par les sociétés (le « Comité Allen ») publié en mars 1997[27]. Le Comité Allen a été mis sur pied pour examiner l'information continue des sociétés ouvertes canadiennes et déterminer si elle était adéquate. Le comité devait également déterminer si des recours additionnels devaient être offerts aux organismes de réglementation ou aux investisseurs lorsque les sociétés ne respectaient pas les règles.

---

24 (2000), 23 OSCB 1793.

25 (2000), 23 OSCB 1783.

26 *Civil Liability for Continuous Disclosure* (1998), 21 OSCB 3367.

27 The Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Disclosure, *Responsible Corporate Disclosure - A Search for Balance*, rapport final, mars 1997.

Changements et faits importants

20. L'instruction générale canadienne no 40 des ACVM (« NP-40 ») et la Timely Disclosure Policy de la Bourse de Toronto (la « politique de la Bourse de Toronto ») sont des exemples de tentatives d'étendre les concepts actuels de changements et de faits importants. En novembre 1997, la Commission a publié aux fins de commentaires une proposition de modification des définitions de « fait important » et de « changement important » qui transformera sensiblement la norme relative aux changements et faits importants[28]. En vertu de la nouvelle norme proposée, un fait ou un changement serait considéré comme « important » s'« il est fortement probable de s'attendre à ce qu'il soit considéré comme important par un investisseur raisonnable au moment de prendre une décision en matière d'investissement ». Ni la Commission ni les ACVM ne sont allés de l'avant avec ces modifications.

Le Comité Allen a examiné la distinction entre « changement important » et « fait important ». Il a conclu que cette distinction relève du « sophisme », mais qu'elle avait des implications d'ordre pratique dans la mesure où les émetteurs sont tenus par la loi de communiquer les « changements importants » et non les « faits importants ». Dans son rapport provisoire, le Comité Allen concluait que l'instruction NP-40 et la politique de la Bourse de Toronto représentaient des exemples de tentatives réussies d'élargir la portée des concepts actuels de faits et de changements importants[29]. Il recommandait que les obligations de divulguer les changements importants s'appliquent non seulement lorsque des changements importants se produisent, mais également lorsque des faits importants sont révélés. Le rapport final du Comité Allen, publié en mai 1997, ne fait aucune mention de ces recommandations, qui faisaient partie de son rapport provisoire.

Communication de l'information financière

21. Comme nous l'avons mentionné dans l'observation no 19, la Commission a publié dernièrement, aux fins de commentaires, deux règles qui amélioreront les exigences actuelles en matière de déclarations trimestrielles. En vertu de ces règles, les états financiers intermédiaires devront comprendre un bilan et des notes afférentes plus détaillées. Il faudra soumettre des rapports de gestion trimestriels, et les conseils d'administration et les comités de vérification, le cas échéant, seront tenus d'examiner les états financiers intermédiaires avant qu'ils soient envoyés aux actionnaires.

Aux États-Unis, par suite d'inquiétudes soulevées concernant les pratiques de vérification des sociétés, la SEC a nommé un comité d'experts pour déterminer des moyens

---

28 « *Material Fact and Material Change* », demande de commentaires 51-901 de la CVMO (1997), OSCB 5751.

29 The Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Disclosure, *Toward Improved Disclosure - A Search for Balance in Corporate Disclosure*, rapport provisoire, décembre 1995.

d'améliorer l'efficacité des comités de vérification. Le rapport du comité, publié en 1999, exposait un plan en dix points qui comprenait une nouvelle définition de ce qu'on entend par administrateur indépendant, la nécessité pour les grandes entreprises inscrites de créer un comité de vérification indépendant et des critères régissant la taille, les responsabilités et les connaissances financières des comités de vérification. Le Financial Accounting Standards Board des États-Unis a aussi proposé d'empêcher les émetteurs d'utiliser les principes comptables de « regroupement des intérêts communs ».

En 1999, le Comité international de la normalisation de la comptabilité (« CINC ») a terminé l'élaboration d'un ensemble de normes comptables internationales de base pouvant être utilisées à l'échelle mondiale. L'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières procède actuellement à une évaluation de l'acceptabilité de ces normes. Comme les normes du CINC sont protégées par le droit d'auteur, nous n'avons pu les reproduire dans le cadre de cet avis. On peut toutefois en consulter des résumés sur le site Web du CINC à l'adresse www.iasc.org.uk.

Divulgation sélective

22. La SEC a dernièrement proposé aux fins de commentaires de nouvelles règles portant sur la pratique couramment connue sous le nom de « divulgation sélective »[30]. La Regulation FD proposée par la SEC prévoit que si un émetteur ou toute autre personne agissant en son nom divulgue des faits importants de nature non publique à une autre personne, il doit en même temps (en cas de divulgation intentionnelle) ou dans les plus brefs délais (en cas de divulgation non intentionnelle) en informer le public en général.

Le Comité Allen a en outre exprimé certaines inquiétudes concernant « l'égalité d'accès » dans ses rapports provisoire et final. Il a fait un certain nombre de recommandations visant à rendre l'accès à l'information égal pour tous les investisseurs et à éviter la divulgation sélective de faits importants. Il reconnaissait notamment que l'inquiétude en matière de réglementation soulevée par la divulgation sélective avait trait au fait que l'accès à une meilleure information, à plus forte raison l'accès à des faits importants non divulgués, conduit à une inégalité entre les investisseurs particuliers et institutionnels.

Fonds mutuels

24. Dans son rapport sur le secteur des fonds d'investissement (le « Rapport Stromberg »)[31], Glorianne Stromberg a fait de nombreuses recommandations relatives à la gestion et à la

---

30 Divulgation sélective et opérations d'initiés, communiqués n^{os} 33-7787, 34-42259, IC-24209, dossier n° S7-31-99, 20 décembre 1999.

31 *Regulatory Strategies for the Mid-'90s – Recommendations for Regulating Investment Funds in Canada*, janvier 1995.

réglementation des fonds mutuels au Canada. Elle recommandait entre autres que chaque fonds d'investissement soit tenu de se doter d'un conseil d'administration indépendant[32]. Dans son rapport sur l'examen du Rapport Stromberg, l'Investments Funds Steering Group (le « groupe directeur ») était d'accord avec cette recommandation, recommandant que chaque famille de fonds soit dotée d'un conseil d'administration comprenant au moins cinq membres, dont la majorité n'aurait aucun lien avec le gestionnaire, et d'un comité de vérification composé entièrement de membres indépendants du conseil d'administration[33].

Aux États-Unis, les règles exigent actuellement que les fonds d'investissement se dotent d'un conseil d'administration. Dernièrement, la SEC a proposé de modifier les règles afin d'exiger qu'au moins la moitié, sinon les deux tiers, des administrateurs d'un fonds soient indépendants et que le conseil d'administration ait un meilleur accès aux avocats non affiliés au fonds.

25. Le Rapport Stromberg recommandait l'inscription des gestionnaires de fonds mutuels[34]. Le groupe directeur croyait que les questions portant sur la régie des gestionnaires de fonds en tant que personne morale devraient relever des lois actuelles sur les sociétés et les valeurs mobilières[35].

Communication avec et entre les actionnaires et offres publiques d'achat

Règles relatives aux procurations

28. Les modifications proposées par la SEC autorisent les communications avec et entre les actionnaires aux moments suivants : avant le dépôt d'une déclaration d'enregistrement liée à une offre publique d'achat, avant le dépôt d'une circulaire de sollicitation de procurations (sans égard à l'objet ou à la nature contestée de la sollicitation) et dans le cas d'une offre publique d'achat proposée sans « introduire » l'offre et exiger le dépôt et la diffusion d'information particulière.

Au Canada, ceux qui sont en faveur de cette approche ont fait valoir devant le Comité sénatorial chargé d'examiner les modifications proposées à la Loi canadienne sur les sociétés par actions que les communications continues et officieuses avec et entre les actionnaires favoriseront une meilleure régie d'entreprise et de meilleures communications avec et entre les investisseurs institutionnels[36].

---

32 *Ibid.*, pp. 147-154.

33 Investment Funds Steering Group, *Le Rapport Stromberg : La perspective de la profession*, novembre 1996, p. 50.

34 Rapport Stromberg, pp. 87-90.

35 Investment Funds Steering Group, p. 50, note de bas de page n° 29.

36 *La régie des sociétés*, rapport du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, août 1996.

Offres publiques d'achat

29. Par exemple, la Commission des valeurs mobilières du Québec a mentionné dans un bulletin qu'elle demanderait au comité sur les offres publiques d'achat des ACVM d'examiner la question de savoir si les dispositions relatives aux offres publiques d'achat devraient être élargies afin de comprendre les opérations qui ne sont pas structurées comme des offres publiques d'achat, mais qui obtiennent les mêmes résultats, telles que les arrangements[37].

Application

Opérations d'initiés

30. L'utilisation de produits structurés permet aux initiés de se départir des intérêts économiques de leurs titres sans avoir à céder les titres comme tels (et par le fait même d'éviter éventuellement les règles concernant les opérations d'initiés). De tels produits permettent également à un initié de structurer une opération portant sur ses propres titres sans avoir nécessairement à être soumis aux règles relatives aux blocs de contrôle ou au dépôt de titres entre les mains de tiers. Ce type d'opérations devrait-il être réglementé?

Fraude en matière de valeurs mobilières

31. Par exemple, des pouvoirs supplémentaires sont-ils nécessaires pour contrecarrer les pratiques de manipulation du cours des titres qui consistent à gonfler les cours pour ensuite les brader[38]?

III. INCIDENCE DE L'HARMONISATION DE LA RÉGLEMENTATION ET DES TENDANCES VERS LA MONDIALISATION

32. Parmi les récents exemples de tendances vers la coopération et l'harmonisation interprovinciales dans l'ensemble du Canada, notons l'établissement du système canadien de réglementation des valeurs mobilières, le rôle de plus en plus important des ACVM (une association officieuse représentant les présidents de chaque organisme provincial de réglementation des valeurs mobilières) et l'adoption d'initiatives d'examen concerté. Plus précisément, les ACVM ont adopté (ou sont en train d'élaborer) un système d'examen concerté pour le dépôt des prospectus et des notices annuelles pour les fonds mutuels et les autres émetteurs, le dépôt de documents d'information continue par les émetteurs, les

---

37 Bulletin hebdomadaire 2000-02-11, vol. XXXI, n° 06, pp. 4-5.

38 Dans les pratiques classiques de manipulation du cours des titres, les promoteurs gonflent artificiellement le cours d'un titre en faisant de fausses déclarations sur l'émetteur et en utilisant des tactiques de vente sous pression pour séduire les investisseurs. Dès que le cours de l'action connaît une augmentation importante, les promoteurs et parfois les initiés de l'émetteur réalisent leurs bénéfices, puis le cours de l'action descend rapidement.

demandes de dispenses discrétionnaires et les demandes d'inscription des conseillers et des membres des organismes d'autoréglementation[39].

33. Par exemple, dans le cadre de son programme de marché commun de 1992, la Communauté européenne (la « CE ») a adopté une directive relative aux services d'investissement. Entre autres choses, cette directive autorise les sociétés d'investissement de la CE à effectuer des opérations transfrontalières dans tous les pays membres de la CE, que ce soit par une présence physique (telle qu'une succursale) ou par un accès à distance (p. ex., commerce électronique), pourvu qu'elles aient obtenu un permis dans leur pays d'origine[40]. Pour pouvoir conserver le droit fondamental d'étendre ses activités ou d'effectuer des opérations transfrontalières avec des personnes qui habitent dans d'autres États membres de la CE, les sociétés d'investissement sont soumises à un certain nombre d'exigences minimales en matière d'autorisation et à une supervision continue. Le modèle européen représente-t-il une solution valable pour le Canada?

V. MANDAT ET RÔLE DE LA COMMISSION

39. Par exemple, en vertu de la Loi, si, après publication d'un avis de modification d'une règle en vue d'obtenir des commentaires, la Commission se propose d'apporter des « changements importants » au projet de règle en question, elle est tenue de publier un autre avis relatif aux changements proposés aux fins de commentaires[41]. Cette exigence s'est souvent traduite par de multiples publications de projets de modification et des retards importants. En revanche, les propositions de la SEC ne sont pas soumises à une seconde (ou à une subséquente) période de commentaires, pourvu que la règle finale, après examen à la lumière de la proposition initiale et de la demande de commentaires, soit le résultat d'un développement logique du processus d'établissement des règles.

40. De nombreux organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada et dans le monde peuvent percevoir des amendes. La Commission devrait-elle jouir d'un tel pouvoir? En outre, le nombre d'ordonnances d'intérêt public que la Commission peut rendre devrait-il être élargi pour comprendre certaines des ordonnances que le tribunal peut rendre en vertu du paragraphe 128(3) de la Loi? Par exemple, la Commission devrait-elle avoir le pouvoir de rendre une ordonnance de conformité en vertu de l'alinéa 128(3)1? Dans un même ordre d'idée, la Commission devrait-elle pouvoir ordonner qu'une société inscrite rembourse à ses clients en partie ou en totalité l'argent versé par

---

39 (1999), 22 OSCB 7293.

40 Les services d'investissement comprennent le courtage, les opérations à titre de contrepartiste, la maintenance du marché, la gestion de portefeuilles, la prise ferme, les conseils en placements, la garde des valeurs et l'administration.

41 Paragraphe 143.2(7).

ces derniers pour l'achat de valeurs mobilières par la société inscrite si cette dernière s'est mal comportée pendant l'opération?

41. Le mandat de la Commission consiste : a) à protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales, irrégulières ou frauduleuses et b) à favoriser des marchés financiers justes et efficaces et la confiance en ceux-ci. Au Royaume-Uni, en vertu du Financial Services and Markets Bill, les objectifs de la FSA en vertu de la loi sont les suivants : i) préserver la confiance envers le marché, ii) favoriser la sensibilisation du public, iii) protéger les consommateurs et iv) réduire les crimes financiers.

42. Il est utile de noter les principes directeurs qui ont été proposés ou adoptés à l'égard d'autres entités administratives. Au Royaume-Uni, en vertu du Financial Services and Markets Bill, la FSA, pour pouvoir atteindre les objectifs que lui a fixés la loi, doit tenir compte i) du besoin d'utiliser ses ressources le plus efficacement et le plus économiquement possible, ii) des responsabilités de ceux qui gèrent les affaires des personnes autorisées, iii) du principe voulant que les restrictions imposées aux entreprises et aux marchés devraient être proportionnelles aux bénéfices escomptés pour les consommateurs et le secteur, iv) du bien-fondé des initiatives visant à faciliter l'innovation en rapport avec les activités réglementées, v) du caractère international des services et des marchés financiers et de la nécessité de préserver la position concurrentielle du Royaume-Uni, vi) du besoin de minimiser les effets néfastes qui peuvent découler de l'exercice de ses fonctions générales sur la concurrence et vii) des avantages de faciliter la concurrence entre ceux qui sont soumis à toute forme de réglementation de la part de la FSA.

L'Australian Securities and Investments Commission (« ASIC ») administre et fait observer les lois sur les sociétés par actions et sur la protection des consommateurs eu égard aux investissements, aux produits d'assurance générale et d'assurance-vie, aux rentes de retraite et aux opérations bancaires (à l'exception des prêts) dans toute l'Australie. L'ASIC est responsable de la surveillance et de la promotion de l'intégrité des marchés et de la protection des consommateurs en ce qui concerne le système financier australien, la prestation de services financiers et le système de paiement. En remplissant ses fonctions et en exerçant ses pouvoirs, l'ASIC doit s'efforcer i) de maintenir, de faciliter et d'améliorer le rendement du système financier et de ses entités dans l'intérêt de la certitude commerciale, de la réduction des frais des entreprises et de l'efficacité et du développement de l'économie, ii) de promouvoir la confiance et la participation éclairée des investisseurs et des consommateurs au système financier, iii) de faire en sorte que dans toute l'Australie, de façon uniforme, la Commission et ses délégués s'acquittent de ces fonctions et exercent ces pouvoirs, iv) d'administrer efficacement et avec un minimum de modalités d'application les lois qui lui confèrent des pouvoirs et lui attribuent des fonctions, v) de recevoir, de traiter et de conserver

rapidement et efficacement l'information qui lui est fournie en vertu des lois qui lui confèrent des pouvoirs et lui attribuent des fonctions, vi) de veiller à ce que l'information soit accessible au public dans les plus brefs délais et vii) de prendre au besoin les mesures nécessaires pour faire observer et rendre exécutoires les lois qui lui confèrent des pouvoirs et lui attribuent des fonctions [42].

[42] *Australian Securities and Investments Commission Act, 1989*, paragraphe 1(2).

Annexe 1 [à la Liste des questions de fond]

Nomination d'un comité consultatif chargé d'examiner les lois régissant les valeurs mobilières

Communiqué du ministère des Finances – TORONTO, le 2 mars/CNW/– Le ministre des Finances, Ernie Eves, a annoncé la création d'un comité consultatif chargé d'examiner les lois provinciales régissant les valeurs mobilières. Ce comité a ainsi pour mandat de veiller à ce que les lois afférentes soient à jour et permettent à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario d'appliquer de façon dynamique et proactive des normes précises visant à protéger les investisseurs et à favoriser une concurrence juste et efficace.

« Des lois strictes, justes et efficaces régissant le marché des valeurs mobilières suscitent la confiance des investisseurs, un élément indispensable à la croissance économique et à la création d'emploi », a déclaré M. Eves.

Le comité sera présidé par Purdy Crawford, c.r., avocat chez Osler, Hoskin & Harcourt, ancien président d'Imasco et président d'AT & T Canada. Les autres membres du comité sont Carol Hansell, associée chez Davies, Ward & Beck, William Riedl, président et chef de la direction de Fairvest Securities Corporation, Helen Sinclair, chef de la direction de BankWorks Trading Inc., David Wilson, coprésident et codirecteur général de Scotia Capitaux, et Susan Wolburgh Jenah, avocate générale de la CVMO.

M. Eves a adressé ses remerciements personnels à chacun des membres du comité pour leur participation. « Il s'agit d'un groupe de personnes hautement qualifiées, en mesure de partager de solides connaissances et des perspectives diversifiées », a poursuivi M. Eves.

Conformément à la *Loi de 1994 modifiant la Loi sur les valeurs mobilières*, le gouvernement est tenu de réviser, tous les cinq ans, les lois et règlements régissant les affaires de la Commission des valeurs mobilières.

Purdy Crawford, c.r., est avocat-conseil au cabinet d'avocats Osler, Hoskin & Harcourt, ancien président d'Imasco et président d'AT & T Canada. Diplômé de la faculté de droit de Harvard et membre du Barreau de l'Ontario, M. Crawford a reçu de nombreuses distinctions, dont celle d'Officier de l'Ordre du Canada ainsi que des doctorats honorifiques en droit des universités Mount Allison et Dalhousie. M. Crawford est chancelier de l'Université Mount Allison et membre du conseil d'administration de diverses sociétés publiques du Canada et des États-Unis. M. Crawford a accepté de présider le comité consultatif.

Carol Hansell, associée du cabinet d'avocats Davies, Ward & Beck, se spécialise dans le domaine du financement des sociétés et des valeurs mobilières, ainsi que des fusions et acquisitions. M^me^ Hansell est l'auteure de nombreux documents, articles et exposés sur divers

sujets liés à la régie d'entreprise, ainsi que de la publication *Directors and Officers in Canada : Law and Practice*.

William Riedl est président et chef de la direction de Fairvest Securities Corporation, une firme de courtage institutionnel spécialisée dans le domaine de la régie d'entreprise et des droits des actionnaires. Il est également directeur de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières.

Helen Sinclair est chef de la direction de BankWorks Trading Inc. Elle a également assumé la présidence de l'Association des banquiers canadiens de 1989 à 1996 et occupé précédemment le poste de vice-présidente principale et directrice générale de la planification et de la législation à la Banque Scotia. M^me^ Sinclair remplit également les fonctions d'administratrice à l'Université York, est ancienne présidente du YMCA de l'agglomération torontoise et siège au conseil d'administration de diverses sociétés publiques, dont la Banque TD et Stelco.

David Wilson, coprésident et codirecteur général de Scotia Capitaux, possède une vaste expérience dans le secteur du financement des sociétés. M. Wilson a auparavant assumé la présidence de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières et siège au conseil d'administration de différentes sociétés, notamment Rogers Communications Inc.

Susan Wolburgh Jenah est avocate générale à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, chargée de prodiguer des conseils en matière de droit et de politiques et d'assurer aussi des services de soutien à la direction et au personnel de la Commission. M^me^ Jenah s'est jointe à la CVMO en août 1983 et a assumé différents postes de responsabilité.

ANNEXE D

LISTE DES OBSERVATEURS SUR LES QUESTIONS DE FOND

1. John Palmer
   Surintendant des institutions financières, Canada
2. Smith Lyons
3. James C. Baillie
4. Dina Palozzi
   Directrice générale et surintendante des services financiers
   Commission des services financiers de l'Ontario
5. Larry Schwartz, par courriel (exigeant la confidentialité)
6. Association des conseillers en gestion de portefeuille du Canada
7. Institut des fonds d'investissement du Canada
8. PricewaterhouseCoopers
9. Institut canadien des valeurs mobilières
10. KPMG s.r.l.
11. Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique
12. La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée
13. Glorianne Stromberg
14. Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières
15. Institut Canadien des Comptables Agréés
16. Association canadienne des conseillers en assurance et en finance
17. Torys s.l.r.
18. Association des banquiers canadiens
19. Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario
20. Commission des valeurs mobilières de l'Alberta

21. Institut canadien de relations avec les investisseurs

22. Bourse de croissance TSX

23. Simon Romano, Stikeman Elliott (commentaires personnels)

24. Osler, Hoskin & Harcourt s.r.l.

25. Sous-comité sur les lois sur les valeurs mobilières de l'ABCO

26. Nancy Ross

27. Bourse de Montréal

28. Aur Resources Inc.

29. Équipe chargée des offres publiques d'achat de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

30. Small Investor Protection Association

31. Torys s.r.l. – James E. A. Turner

En outre, une lettre d'observations a été déposée sous pli confidentiel.

ANNEXE E

PERSONNES OU ORGANISMES QUI ONT PRÉSENTÉ DES EXPOSÉS DEVANT LE COMITÉ RELATIVEMENT À LA LISTE DES QUESTIONS DE FOND

1. Institut Canadien des Comptables Agréés

2. Michael Lauber, ombudsman bancaire canadien

3. Joe Oliver, directeur général
   Keith Rose, vice-président, Politique réglementaire
   Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières

4. Phil Anisman

5. IFIC

ANNEXE F

EXPOSÉS DU PERSONNEL DE LA COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DE L'ONTARIO DEVANT LE COMITÉ RELATIVEMENT À LA LISTE DES QUESTIONS DE FOND

1. Randee Pavalow
   Tracey Stern
   Objet : Systèmes de négociation

2. Stan Magidson
   Janet Holmes
   Terry Moore
   Naizam Kanji
   Objet : Offres publiques d'achat

3. Michael Watson
   Johanna Superina
   Hugh Corbett
   Greg Ljubic
   Objet : Application de la loi

4. Max Pare
   Objet : Projet de système de détention à plusieurs niveaux

5. Julia Dublin
   Randall Powley
   Objet : Projet de nouvelle réglementation sur l'aspect consultatif des services

6. John Carchrae
   Objet : Questions comptables

7. Christopher Byers
   Objet : Mondialisation

ANNEXE G

LEÇONS À TIRER DE L'AUSTRALIE

Nous avons examiné l'évolution historique du système actuel de réglementation des valeurs mobilières de l'Australie dans le but de déterminer si la création d'un régime national est possible au Canada.

Pour situer le contexte, la constitution australienne, comme celle du Canada, prévoit le partage des pouvoirs entre les États et le gouvernement fédéral. L'article 51 (xx) de la constitution australienne donne au gouvernement du Commonwealth le pouvoir de légiférer à l'égard des « sociétés étrangères et des sociétés commerciales ou financières créées à l'intérieur des limites du Commonwealth ». D'autre part, chaque État et territoire peut, en vertu de sa propre constitution, adopter des lois pour maintenir la paix, l'ordre et la saine gestion publique de l'État et du territoire.

Avant 1970, le droit des sociétés (y compris la réglementation sur les valeurs mobilières) en Australie était administré par chaque État et territoire. En 1961, par suite des frustrations exprimées par les participants du marché au sujet de la difficulté de faire des affaires en vertu de six différents régimes législatifs et compte tenu du caractère national de l'économie australienne, les États et les territoires ont adopté des lois uniformes sur les sociétés, comparables au Commercial Code des États-Unis. Avec le temps, toutefois, comme les modifications étaient apportées au niveau de chaque État ou territoire, des distinctions sont apparues entre les différentes lois qui ont été promulguées[1].

En 1970, dans la foulée de plusieurs scandales financiers, un comité sénatorial spécial a été formé dans le but d'examiner le secteur australien des valeurs mobilières. Ce comité, connu sous le nom de Comité Rae, a publié en 1974 un rapport qui faisait une description détaillée de nombreuses pratiques déloyales et critiquait les législateurs des États et des territoires pour la réglementation inadéquate des marchés des valeurs mobilières[2]. Le comité a recommandé qu'une commission analogue à la Securities and Exchange Commission (SEC) aux États-Unis soit établie pour encadrer et réglementer le marché des valeurs mobilières étant donné le caractère national du secteur des valeurs mobilières en Australie. Dans ce contexte, il ne convenait pas d'en confier la réglementation aux divers États[3].

---

1 Paul von Nessen, « The Americanization of Australian Corporate Law », *Syracuse Journal of International Law and Commerce*, n° 26, p. 239.

2 Jefferey Lehman, « The Bre-X Stock Debacle: Why the Enactment of Canadian Federal Securities Legislation Would be Good as Gold », *Brooklyn Journal of International Law*, n° 24, p. 823.

3 Alan Shaw et Paul von Nessen, *The Legal Role of the Australian Securities Commission and The Australian Stock Exchange*.

En 1978, plutôt que de légiférer directement en cette matière, le Commonwealth australien a conclu une entente intergouvernementale avec les États et les territoires afin de créer un régime coopératif pour réglementer les marchés des valeurs mobilières en Australie. Le nouveau régime comportait trois paliers administratifs. L'autorité suprême était confiée à un conseil ministériel, organisme composé d'un ministre de chaque gouvernement étatique et territorial ainsi que d'un ministre du Commonwealth. Juste au-dessous, un nouvel organisme fut créé, la Commission nationale sur les sociétés et les valeurs mobilières (National Companies and Securities Commission ou « NCSC »), désigné comme l'administrateur central du régime. Finalement, chaque État et territoire avait une Commission sur les sociétés (Corporate Affairs Commission ou « CAC ») chargée de la majorité des tâches administratives associées à ce régime. Dans le cadre de celui-ci, le Commonwealth a adopté des lois sur les sociétés et les valeurs mobilières de compétence fédérale que chaque État et territoire applique par voie de référence, au moyen de lois régionales[4].

Bien que le régime coopératif ait permis d'établir une réglementation uniforme des sociétés dans toute l'Australie, il a connu d'innombrables problèmes et n'a pas su remédier convenablement aux carences des lois sur les sociétés et les valeurs mobilières de l'Australie. Il a notamment souffert d'un manque d'uniformité administrative de la part des commissions des États sur les sociétés, d'un manque de responsabilisation et d'un dédoublement des fonctions entre les commissions étatiques sur les sociétés et la commission nationale sur les sociétés et les valeurs mobilières[5]. En outre, la nécessité d'appliquer les règlements de façon plus efficace à l'échelle nationale a soulevé des inquiétudes générales. En vertu du régime, la NCSC ne pouvait notamment intenter de poursuites ni intervenir au niveau des États ou des territoires dans l'application des lois. Enfin, les places boursières de l'Australie étaient en train de se consolider, ce qui a mené, en avril 1987, à l'établissement d'une bourse nationale.

L'insatisfaction grandissante à l'égard de l'incapacité de la NCSC d'appliquer correctement la loi sur les sociétés a donné lieu à une enquête d'un comité sénatorial spécial. Dans son rapport publié en mai 1987, le comité sénatorial, reconnaissant les problèmes liés au régime coopératif, a conclu que ce dernier devait être remplacé par une réglementation nationale globale et qu'un organisme unique devait être constitué pour administrer ces lois. En mai 1988, le gouvernement du Commonwealth de l'Australie a revendiqué le pouvoir de promulguer des lois s'appliquant à tout le domaine législatif lié aux sociétés et aux valeurs mobilières en réponse aux critiques formulées à l'égard du régime coopératif. La loi fédérale a créé la Commission des valeurs mobilières de l'Australie (Australian Securities Commission ou « ASC ») désignée comme étant la seule autorité administrative en ce qui a trait aux lois sur les sociétés et les valeurs mobilières dans toute l'Australie. Les autorités des États et des territoires responsables des sociétés n'étaient

---

4 Précité à la note 1.

5 Ian Ramsay, *The Unravelling of Australia's Federal Corporate Law* (https://cclst.law.unimelb.edu.au/ Bulletins/ Bulletin 0031.htm).

plus habilitées à exercer leurs activités dans les domaines de réglementation délégués à l'ASC, même si cette dernière était tenue d'instituer un bureau régional dans chaque État et chaque territoire australiens.

Quelque temps après, plusieurs États ont remis en question certains aspects de la législation fédérale qui ont par la suite été frappés de nullité par la Haute Cour de justice de l'Australie[6]. La décision de la Haute Cour signifiait qu'aucune législation globale sur les sociétés et les valeurs mobilières à l'échelle nationale ne pouvait être viable sans une collaboration entre le Commonwealth, les États et les territoires. En conséquence, le Commonwealth, les États et les territoires ont conclu, en 1990, une entente en vertu de laquelle une loi nationale fut promulguée pour traiter de toutes les questions liées à ce secteur en vertu des pouvoirs conjugués du Commonwealth, des États et des territoires. En vertu de cette entente,

1. l'ASC (maintenant la Commission sur les placements et les valeurs mobilières de l'Australie ou Australian Securities and Investments Commission) a été créée en tant qu'organisme national de réglementation ayant pleins pouvoirs en matière de réglementation des sociétés. L'ASC a remplacé les CAC des États et la NCSC. Elle relève du ministre du Commonwealth compétent et du parlement du Commonwealth et lui rend des comptes;

2. le Commonwealth a modifié sa loi fédérale de sorte qu'elle puisse s'appliquer au territoire de la capitale australienne. Chaque État et chaque territoire a alors appliqué ladite loi fédérale comme si c'était sa propre loi;

3. chaque État et chaque territoire a dû légiférer de façon à exiger que l'appareil judiciaire applique la loi comme si elle était une loi du Commonwealth. Par exemple, la cour fédérale s'est vu conférer le pouvoir d'entendre toute affaire découlant des lois d'un État et l'ASC et les procureurs fédéraux, la responsabilité des enquêtes et des poursuites intentées relativement aux infractions aux différentes lois des États;

4. le conseil ministériel a poursuivi son mandat, mais en vertu de nouveaux arrangements octroyant plus de pouvoirs au Commonwealth, le procureur général du Commonwealth en devenant le président permanent. Le conseil n'a aucun pouvoir de contrôle sur l'ASC;

5. le conseil doit examiner les projets de loi. Lorsque le Commonwealth présente des projets de loi au parlement, il doit déposer l'avis du conseil. Toutefois, seul le Commonwealth est responsable de la réforme législative relative aux marchés nationaux (acquisitions, valeurs mobilières, appels publics à l'épargne et contrats à terme). Les autres propositions

---

6 Voir l'affaire *New South Wales* c. *Commonwealth* (1990) 169 CLR 482, dans laquelle la Haute Cour de l'Australie a déclaré que la constitution ne conférait pas au gouvernement du Commonwealth le pouvoir de légiférer en matière de constitution des sociétés. Seuls les gouvernements étatiques et territoriaux possèdent ce pouvoir.

> doivent être approuvées par le conseil avant d'être présentées au parlement du Commonwealth. Le Commonwealth n'est cependant pas tenu de présenter les propositions qu'il n'approuve pas. Dans pareil cas, il a droit à quatre voix et chaque État et territoire, à une voix. Le Commonwealth a une voix prépondérante.

Toute modification apportée par le gouvernement du Commonwealth à ses lois s'applique automatiquement dans chaque État et dans chaque territoire sans que les parlements de ces administrations aient à adopter d'autres modifications.